

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GUILHERME BONATO CAMPOS CARAMÊS

A SECURITIES CLASS ACTION ESTADUNIDENSE: APONTAMENTOS PARA A  
CONSTRUÇÃO DE UM MODELO EFICAZ DE TUTELA COLETIVA DE  
INVESTIDORES NO BRASIL

CURITIBA  
2017

GUILHERME BONATO CAMPOS CARAMÊS

A SECURITIES CLASS ACTION ESTADUNIDENSE: APONTAMENTOS PARA A  
CONSTRUÇÃO DE UM MODELO EFICAZ DE TUTELA COLETIVA DE  
INVESTIDORES NO BRASIL

Dissertação apresentada como requisito parcial à  
obtenção do grau de Mestre em Direito, no Curso de  
Pós-Graduação em Direito, Setor de Ciências  
Jurídicas da Universidade Federal do Paraná.

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dr.<sup>a</sup> Marcia Carla Pereira Ribeiro.

CURITIBA  
2017

## TERMO DE APROVAÇÃO

GUILHERME BONATO CAMPOS CARAMÊS

A SECURITIES CLASS ACTION ESTADUNIDENSE: APONTAMENTOS PARA A  
CONSTRUÇÃO DE UM MODELO EFICAZ DE TUTELA COLETIVA DE  
INVESTIDORES NO BRASIL

Dissertação aprovada como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre no  
Curso de Pós-Graduação em Direito, Setor de Ciências Jurídicas da Universidade  
Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Prof.ª Dr.ª Marcia Carla Pereira Ribeiro  
Orientadora – UFPR

Prof. Dr. Elton Venturi - UFPR

Prof. Dr. Ricardo Lupion Garcia – PUC/RS

Curitiba, 24 de março de 2017.

## **Agradecimentos**

Ao meu irmão, pelos ensinamentos sobre superação e amizade.

Aos meus pais, pelo apoio e amor incondicionais que tanto me fortalecem.

Ao João Victor Ruiz Martins e ao Cesar Felipe Bolzani, cuja irmandade de quase uma década há de ser resumida em duas palavras singelas, mas com significado enebriante: “enfim, mestres!”.

Aos amigos da rua, pela compreensão de que minha ausência habitual era justificada.

Aos meus amigos de gabinete, pelo diálogo contínuo e enriquecedor.

Ao amigo e chefe Des. Marcelo Gobbo Dalla Dea, cuja paciência e apoio nestes anos tormentosos foram imprescindíveis para esta conquista.

A minha orientadora Marcia Carla Pereira Ribeiro, que por mais dois anos me levou adiante nesta jornada trabalhosa e gratificante da pesquisa científica.

A Cristiane Bonat Trevisan, por ouvir minhas angústias mesmo de longe. Ao Emerson Luís Dal Pozzo, pelo auxílio ininterrupto e amizade inabalável. A Elaine e ao Emerson do Xerox, sempre dispostos a salvar os relutantes apreciadores da palavra escrita e impressa, e a quem desejo sempre sucesso e prosperidade. A Jane, tutora de todos que atravessam as colunas andradinas.

A todos os que ofertam sorrisos e gentilezas sem esperar nada em troca.

Sem vocês, teria sido muito difícil chegar até aqui.

“As precisões lógicas evitam que se perca  
esforço intelectual com falsos problemas”

**Pontes de Miranda**

## RESUMO

O presente trabalho pretendeu incluir no debate sobre a tutela coletiva de investidores no Brasil, ainda muito incipiente, importantes reflexões doutrinárias e jurisprudenciais surgidas no modelo estadunidense das *securities class actions*. A pertinência do tema é cada vez mais relevante tendo em vista a expansão de companhias brasileiras no mercado mobiliário estadunidense, submetendo investidores em potencial desigualdade de tratamento jurídico mesmo diante de um contexto de perdas decorrentes de uma mesma conduta ilícita. Neste sentido, de antemão foi necessário esclarecer que os mecanismos gerais de tutela coletiva são muito distintos entre Brasil e Estados Unidos, fundando as premissas a partir das quais as peculiaridades da tutela coletiva específica para os investidores seriam inseridas. Neste cenário, foram aprofundadas as construções teóricas que dão sustentação ao sistema estadunidense das *securities class actions*, dentre as quais as presunções criadas para a identificação do nexo causal entre a conduta ilícita e a aquisição dos papéis pelo investidor, os mecanismos de quantificação do dano, e as variáveis decorrentes da ocorrência do ato ilícito em mercado primário ou secundário. A partir destas reflexões, verificou-se que a tutela coletiva de investidores no Brasil, pautada no regime geral das ações civis públicas, enfrenta peculiaridades distintas das demais hipóteses a partir das quais tal modelo foi construído. Contudo, em razão de tais características distintivas também estarem presentes na tutela coletiva de investidores estadunidense, verificou-se que diversas construções teóricas desenvolvidas naquele país poderiam dar suporte às lacunas existentes no Direito brasileiro. Deste modo, restou demonstrado que, apesar da diferença substancial entre os modelos de coletivização total brasileira e estadunidense, a incorporação ao modelo de ação civil pública de reflexões já constituídas nos Estados Unidos permite dar efetividade à tutela coletiva de investidores no Brasil, inexistindo qualquer ruptura legal.

Palavras-chave: tutela coletiva de investidores, *securities class actions*; direito comparado; Brasil e Estados Unidos; mercado de capitais.

## **ABSTRACT**

This paper intended to include in the debate about the collective protection of investors in Brazil, still very incipient, important doctrinal and jurisprudential reflections arisen in the US model of securities class actions. The pertinence of the topic is increasingly relevant in view of the expansion of Brazilian companies in the US securities market, subjecting investors to potential inequality of legal treatment even in the context of losses arising from the same illegal conduct. In this sense it was necessary to clarify that the general mechanisms of collective protection are very different between Brazil and the United States, establishing the premises from which the peculiarities of the specific collective protection for investors would be inserted. In this scenario, the theoretical constructions supporting the US securities class actions system were studied, including assumptions created to identify the causal nexus between the illicit conduct and the acquisition of stocks by the investor, the mechanisms to calculating damages, and the specific variables about the occurrence of the illicit act in the primary or secondary market. From these reflections, it was verified that the collective protection of investors in Brazil, based on the general regime of “ação civil pública”, faces peculiarities different from the other hypotheses from which such a model was constructed. However, in view of such distinctive features also being present in the mechanisms of collective protection of investor in US, it was found that several theoretical constructions developed in that country could support the existing gaps in Brazilian Law. Thus, it was demonstrated that, despite the substantial difference between the models of Brazilian and US collectivization protection, the incorporation into the “ação civil pública” model of reflections already constituted in the United States allows effective collective protections of investors in Brazil, there being no legal break.

Key-words: collective protection of investors, securities class actions; comparative law; Brazil and United States; stock markets

## SUMÁRIO

|          |  |           |
|----------|--|-----------|
| <b>1</b> | <b>INTRODUÇÃO</b>  | <b>1</b>  |
| <b>2</b> | <b>METODOLOGIA</b>   | <b>2</b>  |
| 2.1      | PERSPECTIVAS DA ANÁLISE COMPARADA E A RELEVÂNCIA DO ARCABOUÇO TEÓRICO DA <i>LAW AND ECONOMICS</i>        | 3         |
| 2.2      | OS LIMITES DO OBJETO   | 7         |
| <b>3</b> | <b>INTRODUÇÃO ÀS <i>SECURITIES CLASS ACTIONS</i></b>   | <b>11</b> |
| 3.1      | CONTEXTO HISTÓRICO E NORMATIVO   | 11        |
| 3.2      | ESPÉCIE DO GÊNERO <i>CLASS ACTIONS</i>   | 23        |
| <b>4</b> | <b>A PREDOMINÂNCIA DAS QUESTÕES COMUNS SOBRE AS INDIVIDUAIS</b>  | <b>30</b> |
| 4.1      | AS <i>SECURITIES CLASS ACTIONS</i> COM BASE NA REGRA 10B-5   | 33        |
| 4.1.1    | <i>Reliance</i>  | 34        |
| 4.1.1.1  | Quando o mercado é ineficiente   | 38        |
| 4.1.1.2  | A presunção em <i>Affiliated Ute</i> : omissões  | 42        |
| 4.1.1.3  | Do vínculo entre o ilícito e a alteração no preço dos valores mobiliários: do ingresso parcial no mérito | 45        |
| 4.1.1.4  | A oposição de subjetividades   | 48        |
| 4.1.2    | Da <i>loss causation</i> e da quantificação do dano  | 54        |
| 4.1.2.1  | Da delimitação da indenização  | 57        |
| 4.1.2.2  | A delimitação do class period para “multiple disclosures”  | 60        |
| 4.1.2.3  | Dos critérios de apuração das perdas   | 63        |
| 4.1.2.4  | Compensação: FIFO e LIFO   | 69        |
| 4.1.2.5  | Da padronização pelos cálculos de dano agregado  | 73        |
| 4.2      | AS <i>SECURITIES CLASS ACTIONS</i> NA SEÇÃO 11   | 77        |
| 4.2.1    | <i>Reliance</i> e <i>Tracing</i>   | 79        |
| 4.2.1.1  | <i>Tracing</i>   | 83        |
| 4.2.2    | Da quantificação do dano   | 85        |
| 4.2.3    | Considerações adicionais sobre o <i>Securities Act</i>   | 88        |
| <b>5</b> | <b>LEGITIMIDADE PASSIVA E <i>DERIVATIVE ACTION</i></b>   | <b>90</b> |
| <b>6</b> | <b>TUTELA COLETIVA DE INVESTIDORES NO BRASIL: O QUE É POSSÍVEL INCORPORAR PARA MAIOR EFETIVIDADE</b>     | <b>99</b> |
| 6.1      | O ESTADO DA ARTE   | 99        |



|  |            |
|--|------------|
| 6.2 IDENTIFICAÇÃO DAS PRETENSÕES INDIVIDUAIS E O SEU PROCESSAMENTO EM ACORDO COM O MODELO DE AÇÃO CIVIL PÚBLICA NO BRASIL..... | 103        |
| 6.3 LEGITIMIDADE PASSIVA DAS COMPANHIAS.....   | 111        |
| 6.4 INTERESSE NA AÇÃO CIVIL PÚBLICA EM DETRIMENTO DE OUTROS MECANISMOS DE COLETIVIZAÇÃO.....                                   | 115        |
| <b>7 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>   | <b>118</b> |
| <b>8 BIBLIOGRAFIA .....</b>  | <b>122</b> |

## 1 INTRODUÇÃO

Diante de um cenário em que cada vez mais empresas brasileiras buscam o mercado mobiliário estadunidense para captação de recursos, na mesma proporção cresce o potencial risco de que titulares de papéis “siameses”, uns negociados nos Estados Unidos e outros no Brasil, venham a receber tratamento jurídico diverso mesmo quando prejudicados por uma causa idêntica.

Quando uma companhia brasileira procura as bolsas de valores estadunidenses para emitir ao público os chamados “*american depositary receipts*” (ADR), deve ela guardar em tesouraria, no Brasil, os valores mobiliários correspondentes a estes papéis ofertados no exterior. Deste modo, estes “ADR’s” podem ser considerados “siameses” dos demais valores mobiliários da empresa, desde que de mesma natureza, negociados perante a Bolsa de Valores de São Paulo - BM&FBovespa.

Como consequência, caso a sociedade anônima com sede no Brasil venha a divulgar de forma inadequada informações sobre fatos relevantes, capazes de induzir os investidores a erro e gerar prejuízos ante a compra inflacionada de papéis, a pretensão indenizatória, a ser tratada coletivamente, será conduzida de acordo com o ordenamento do mercado onde tais títulos são negociados: ação civil pública no Brasil e *securities class actions* nos Estados Unidos.

Neste contexto, e diante de realidades jurídicas distintas, começa a ferver certo inconformismo por parte de investidores brasileiros quanto às dificuldades para o recebimento de indenizações por fraudes financeiras, sobretudo quando um investidor estadunidense em posição análoga a sua é devidamente ressarcido.

Cria-se no Brasil, portanto, um ambiente adequado para o aprofundamento sobre a matéria da tutela coletiva de investidores, que mais do que simples espécie de tutela coletiva, incorpora dificuldades relacionadas à legitimidade passiva, nexo causal, quantificação do dano e etc., temas estes pouco ou nada explorados na literatura jurídica nacional.

Neste sentido, e em razão da ampla experiência estadunidense em relação ao mercado mobiliário (*Securities Act* de 1933 e *Securities Exchange Act* de 1934) e às *securities class actions*, cuja expansão se deu a partir da década de 60 (reforma da *Federal Rule 23*), inafastável a relevância das normas, doutrina e jurisprudência

produzidas nos Estados Unidos para a construção de um modelo mais eficaz de tutela coletiva de investidores no Brasil.

Portanto, mais do que ser o principal destino de empresas brasileiras que procuram emitir papéis no exterior, o diálogo com a tradição jurídica dos Estados Unidos, já bastante consolidado em matérias societárias, torna-se importante referencial para a elaboração de um arcabouço teórico que permita a satisfação de demandas até muito pouco tempo inexistentes no Brasil.

A partir do Direito estadunidense, portanto, o presente trabalho pretende desenvolver reflexões que possam contribuir para a supressão de lacunas e obscuridades legais existentes em relação à coletivização da reparação civil de investidores brasileiros.

É essa a contribuição que se pretende oferecer diante de uma nova demanda surgida, sobretudo, pela falta de isonomia ante os investidores adquirentes de papéis “siameses” de companhias brasileiras no exterior, movimento este ainda muito recente na realidade nacional.

## **2 METODOLOGIA**

Apesar de alguma resistência ter se sustentado por anos, a doutrina brasileira sepultou o discurso daqueles que repudiavam os benefícios trazidos pela adoção do Direito Comparado. Evidente, contudo, que o rigor para a realização deste diálogo também se ampliou. Importações acríticas e descontextualizadas já não são admitidas (OSNA, 2015, p. 01).

Mesmo em um contexto em que o mercado torna-se algo transcendental aos ordenamentos jurídicos estatais, é imperativo que o conjunto normativo e doutrinário de determinada localidade seja devidamente lido a partir das especificidades da realidade na qual está inserido, afastando-se qualquer premissa universalista.

Neste sentido, e respeitando-se esta orientação a partir de um método, o diálogo comparatista torna-se um instrumento não somente útil, mas também recomendável para o desenvolvimento da ciência jurídica.

## 2.1 PERSPECTIVAS DA ANÁLISE COMPARADA E A RELEVÂNCIA DO ARCABOUÇO TEÓRICO DA *LAW AND ECONOMICS*

A origem e a expansão das companhias abertas e dos mercados de capitais estão intimamente ligadas ao livre comércio internacional, mantido por parâmetros normativos que buscam a homogeneização das regras e a facilidade na operacionalização do tráfego de bens e serviços ao redor do globo.

Neste sentido, enfatizando a convergência mundial sobre o Direito das sociedades atuantes em atividades de larga-escala, Hansmann e Kraakman destacam que diversos elementos presentes no modelo de *corporation* do Direito estadunidense se encontram em diversos ordenamentos jurídicos nacionais (2000, p. 01). Segundo os autores, há ampla difusão das estruturas que garantem personalidade jurídica própria, responsabilidade limitada, administração autônoma, valores mobiliários de livre negociação em mercado, e investidores de capital.<sup>1</sup>

Segundo Franklin Gevurtz (2011, p. 494-495), a eficiência das regras societárias, bem como das normas regentes dos mercados de capitais na redução dos custos de captação de recursos, tornou o modelo estadunidense paradigma para os demais países.<sup>2</sup> E de fato, considerando o destaque e a inserção da atividade comercial dos Estados Unidos no mercado internacional, assim como a porosidade do Direito de mercância à utilização de costumes e de práticas que permitam ampliação do proveito econômico pelos agentes, há terreno fértil para expansão de suas regras societárias e de mercado de capitais sobre o ordenamento jurídico de outros países.

Evidentemente, o Brasil não seria uma exceção à regra, como bem recordou Francisco Satiro:<sup>3</sup>

Mesmo as crises mais recentes tendo demonstrado a necessidade de revisão de certos parâmetros do modelo societário norte-americano, sua influência em processos legislativos sobre o assunto em qualquer lugar do mundo é inegável. Não há como afastar o modelo americano como fonte de

---

<sup>1</sup> Curioso notar, inclusive, que Hansmann e Kraakman, já no ano de 2000, destacam a difusão pelo mundo do modelo estadunidense de tutela de investidores, citando a experiência alemã e japonesa. (2000, pg. 20-21).

<sup>2</sup> Franklin Gevurtz (2011, p. 495) destaca que “mais novas, ou mais vibrantes e crescentes, companhias irão ser constituídas sob leis e institutos eficientes, substituindo gradualmente ou tornando menos relevantes as antigas ou menores companhias que foram criadas sob leis e institutos menos eficientes”. Tradução livre de: “*More new, or more vibrant and growing, companies will be formed under efficient laws and institutions, gradually replacing or rendering less relevant the aging or smaller companies that were formed under less efficient laws and institution*”.

<sup>3</sup> Em apresentação à obra de REYES, Francisco. Direito Societário Americano – estudo comparativo. Ed. Quartier Latin: São Paulo, 2013.

referência essencial na matéria do direito societário. Não seria o Brasil uma exceção. Há gene da “corporation” em nossa “Sociedade Anônima”. Já durante a tramitação do projeto de lei que transformaria na Lei 6.404/76, de autoria de Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira, vozes acadêmicas (Modesto Carvalhosa) e institucionais (Seção carioca da Ordem dos Advogados do Brasil) já apontavam a fortíssima influência que o direito americano, e seu modelo de sociedade, haviam exercido sobre a estrutura da lei projetada. O mesmo se viu quanto às bases da Lei 6.385/76, de mesma origem, caso em que a inspiração no arcabouço regulatório norte-americano é ainda mais patente. Some-se a esse fato a relevância que os Estados Unidos e seus agentes econômicos exerceram no mundo dos negócios nas últimas décadas e não é difícil compreender porque termos como “*corporate governance*”, “*tag along*”, “*spin-off*” e “*poison pills*”, entre tantos outros, tornaram-se corriqueiros no Brasil.

Portanto, tal como apontado por Hansmann e Kraakman (2000, p. 03), a despeito da divergência existente entre as tradições jurídicas dos países de maior desenvolvimento econômico, a realidade forense de todos apresenta não apenas problemas semelhantes aos encontrados nos Estados Unidos, como as próprias soluções propostas recordam aquelas já utilizadas no modelo anglo-saxão.

Deste modo, e levando-se em consideração o cenário de maior homogeneidade gerado ao redor das regulamentações societárias e de mercado de capitais em todo o globo, o estudo comparado mostra-se como uma alternativa extremamente fértil para a busca de inovações teóricas, sobretudo quando se pretende beber da doutrina e jurisprudência já bastante enraizadas e influentes, como é a dos Estados Unidos nesta temática.

De toda sorte, mais do que a simples identificação dos pressupostos vinculados à origem e expansão dos institutos jurídicos estadunidenses, a própria lógica econômica que dá coesão às regras comerciais torna frutífera esta investigação.

Aliás, justamente com base no raciocínio econômico próprio dos agentes envolvidos e sujeitos ao Direito Mercantil, e sobre o qual, de forma marcante, são fundadas as regras de direito societário e mercado de capitais nos Estados Unidos, é possível aprofundar a análise comparada a partir de uma perspectiva que abranja cenários normativos diversos.

Para tanto, a partir da constatação de que as reflexões de ordem econômica são inerentes à racionalidade daqueles submetidos ao Direito Mercantil,<sup>4</sup> de igual

---

<sup>4</sup> “Para a Análise Econômica do Direito, as questões econômicas que interessam estão, em regra, relacionadas ao estudo da microeconomia, que abrange: a teoria do consumidor – a questão da utilidade (satisfação proporcionada ao agente pela fruição de um bem) e da escolha (alternativa do consumidor diante de dois bens úteis) – a teoria do funcionamento do mercado – demanda (quantidade de certo bem ou serviço desejado pelo

modo torna-se imprescindível a identificação de sua influência sobre os institutos submetidos à análise comparada, a fim de tornar possível a contextualização das regras daquele sistema jurídico e a imposição de limites para a própria comparação.<sup>5</sup> Neste ponto, sobre a relevância do instrumental econômico para a compreensão dos institutos societários estadunidenses, destaca Francisco Reyes (2013, p. 37-38):

Atualmente, não é possível conceber nenhuma instituição do Direito Societário norte-americano sem fazer referência à teoria econômica. Como será analisado mais adiante nesta obra, tanto o legislador de direito societário quanto o juiz que aplica esta mesma legislação em um caso concreto envolvendo sociedades, cada um ao seu modo, sabem a relevância econômica que cada instituto jurídico ou sentença judicial podem ter para o desenvolvimento da atividade empresarial.

Neste contexto, portanto, o resultado econômico decorrente da credibilidade dos mercados, controle de riscos e redução de custos (que por sua vez refletem a efetividade dos mecanismos legais criados para controlar comportamentos oportunistas e facilitar a fiscalização e captação de recursos), tende a ser utilizado como baliza para aferição da convergência das regras jurídicas às expectativas geradas por todos os envolvidos no mercado, dentre os quais consumidores, investidores, administradores, e etc.

O diálogo entre Direito e Economia (*Law and Economics*), assim sendo, é constante e inseparável nesta seara, o que torna seu arcabouço teórico indispensável para análise comparada que se pretende realizar entre o sistema jurídico brasileiro e estadunidense.

Portanto, além da influência do Direito estadunidense sobre a legislação de outros países por sua relevância comercial para o mundo, há que se notar que a racionalidade econômica pressuposta aos agentes submetidos à regulamentação

---

agente durante um lapso de tempo), oferta (quantidade de um bem ou serviço que os produtores desejam vender durante um lapso de tempo) e equilíbrio de mercado (ponto de encontro entre o montante de um bem ou serviço desejado por um consumidor com aquele posto à venda pelo produtor) – teoria da firma ou empresa – a produção (transformação dos fatores adquiridos pela empresa, de acordo com o custo e a demanda dos fatores de produção) – a teoria das estruturas de mercado – questões de concorrência (relação das firmas quanto ao oferecimento de bens para consumo).”. In: (RIBEIRO; GALESKI, 2015, p. 88).

<sup>5</sup> “Quem se aproxima do Direito Societário norte-americano deve estar consciente da especificidade deste Sistema Legal, cujo fundamento se encontra de modo especial nas circunstâncias econômicas particulares que têm prevalecido nos Estados Unidos. Sabemos que existe neste país um mercado público de valores mobiliários muito desenvolvido e que apresenta notória dispersão acionária. Esta e outras características peculiares da economia norte americana são determinantes na criação das instituições jurídicas societárias, desenvolvidas, em geral, para a resolução de problemas que pertencem a este avançado Sistema Capitalista. Uma das principais consequências deste complexo mercado de capitais, é a separação existente entre a propriedade das ações nas sociedades de capital aberto e o controle administrativo destas últimas. Esta distinção ocorre em razão das ações das sociedades anônimas de grande dimensão pertencerem a um grande número de acionistas, cujas participações individuais não alcançam porcentagens significativas”. In: (REYES, 2007, p. 24).

societária e de mercado de capitais dos Estados Unidos igualmente é presumida para a atuação dos agentes inseridos no contexto do mercado mobiliário brasileiro,<sup>6</sup> o que reforça a potencial convergência normativa entre os dois ordenamentos.

Não por acaso, com a expansão no número de ofertas públicas realizadas por companhias brasileiras nas bolsas de valores estadunidenses, cresce a demanda para que ambos os países ofereçam tratamento jurídico semelhante para reparação de danos em decorrência de ilícitos perpetrados no mercado de capitais. Afinal, apesar dos “*american depositary receipts*” (ADR)<sup>7</sup> emitidos nos Estados Unidos pelas companhias brasileiras serem lastreados por valores mobiliários correspondentes guardados em tesouraria no Brasil, o que os tornam “siameses”, os mecanismos de reparação disponíveis ao investidor irão variar conforme o ordenamento do país onde estes papéis são negociados.

Desta feita, justifica-se a pertinência em relação à análise comparativa entre o instituto das *securities class actions* estadunidense e a tutela coletiva de investidores no Brasil. Afinal, apesar de cada modelo refletir instrumentos distintos de coletivização das pretensões individuais de investidores, o fazem dentro do cenário de manutenção da credibilidade do mercado de capitais.

A análise entre ambos, a partir dos pressupostos ofertados pelo arcabouço teórico da *Law and Economics*, tem por objetivo investigar o conjunto doutrinário e jurisprudencial das *securities class actions* na busca de possíveis soluções para o preenchimento de lacunas normativas existentes quanto à tutela coletiva de investidores no Brasil.

---

<sup>6</sup> Conforme balanço de operações de 2015 da BMF&Bovespa, divulgado ao público por si própria, o volume financeiro no ano foi de R\$1,67 trilhão, atingindo uma média diária de R\$ 6,79 bilhões. A título de ressalva, importa destacar que o ano de 2015 caracterizou-se como um ano de forte retração na economia brasileira, o que explica um volume inferior ao de 2014, quando o volume financeiro atingiu R\$1,8 trilhão. De toda sorte, inquestionável a relevância do mercado de capitais para o desenvolvimento econômico no Brasil. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/main.jsp?lumPageId=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E75849DF&lumA=1&lumII=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E7A149E8&locale=pt\\_BR&doui\\_processActionId=setLocaleProcessAction](http://www.bmfbovespa.com.br/main.jsp?lumPageId=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E75849DF&lumA=1&lumII=8A488A2C50B9E6BF0150BA21E7A149E8&locale=pt_BR&doui_processActionId=setLocaleProcessAction). Acesso em: 15.01.2016.

<sup>7</sup> Conforme ensina (PINHEIRO, 2001, p. 46) sobre o American Depositary Receipt: “O ADR, como já foi citado, é um certificado emitido por banco norte-americano (banco emissor) que é depositado em um banco no país de origem da empresa (banco custodiante). São cotados em dólares e negociados livremente em bolsas ou mercado de balcão nos EUA, como qualquer outro valor mobiliário norte-americano. No caso brasileiro, o fluxo de recursos se inicia quando uma corretora ou banco norte-americano compra, no mercado brasileiro, títulos de uma empresa e os entrega para custódia em um banco local. Esse, por sua vez, atuando como agente do banco norte-americano emissor dos ADRs, o instrue a emitir os certificados que são entregues ao investidor americano. O programa de lançamento de ADR deve ser examinado e aprovado pela CVM no Brasil, dependendo do nível da emissão, pela SEC nos Estados Unidos”.

Importa destacar, contudo, que a análise de instituições do Direito estadunidense somente passa a ter utilidade quando, ao contrário de restringir-se a uma leitura descritiva e literal, procura-se desvendar o sentido funcional dos institutos no contexto em que estão inseridos. Desta forma, tal como enfatiza Francisco Reyes (2013, p. 56) ao iniciar sua investigação sobre o Direito Societário estadunidense, *“não se trata, portanto, de elogiar ou criticar um regime jurídico particular, pelo contrário, trata-se de procurar compreender e desvendar a utilidade prática que certas instituições jurídicas podem ter em um contexto específico”*.

Feitas estas observações sobre a relevância da análise comparada e dos pressupostos a serem obrigatoriamente observados para evitar transposições acríticas de sistemas jurídicos diversos, impende agora recortar o objeto a ser estudado, a fim de bem delimitá-lo para sua melhor compreensão.

## 2.2 OS LIMITES DO OBJETO

Para estimular a credibilidade dos mercados de capitais, tanto no Brasil como nos Estados Unidos, foram criados instrumentos legais de repressão alternativos para esta finalidade.

O primeiro deles diz respeito à função regulatória exercida pela Securities Exchange Commission (SEC) nos Estados Unidos e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil, em que ambos possuem poder de investigação e punição administrativa das companhias e dos demais envolvidos em atos que atentem contra a fiabilidade do mercado mobiliário.

O segundo, vinculado à realização de ilícitos de natureza criminal, é exercido pelo Departamento de Justiça americano e pelo Ministério Público brasileiro, em geral noticiados da conduta criminal pelos próprios entes reguladores SEC e CVM após a realização de investigações.

E por fim, a reparação civil a ser exercida pelos investidores lesados por condutas em desconformidade com a regulamentação deste mercado, sendo variáveis os mecanismos processuais para o exercício destas pretensões.<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup> “(...) antes das leis federais sobre o mercado mobiliário, ações contra fraudes no mercado de capitais eram raras e ainda mais raras eram as situações nas quais eram exitosas. Para alcançar este objetivo de atacar as fraudes ocorridas no mercado mobiliário, o Congresso então tornou mais flexíveis (*liberal*) os requisitos para configuração da responsabilidade civil e criminal do que aqueles advindos da *common law*. Um indivíduo que viola as regulamentações do mercado mobiliário encara três possíveis antagonistas. O primeiro, a SEC. (...) O



Neste contexto, apesar da relevância de todos os instrumentos de repressão para o fim de inibir a prática ou recorrência de condutas ilícitas no mercado mobiliário, o presente trabalho não pretende discutir elementos atinentes aos mecanismos de regulação administrativa e penal, limitando-se tão somente a aspectos da reparação civil.<sup>9</sup>

A partir desta primeira restrição, a investigação pretende analisar os mecanismos aglomeradores das pretensões individuais dos investidores no Brasil e nos Estados Unidos. Tendo por base o exame das *securities class actions* estadunidenses, bem como dos elementos teóricos desenvolvidos na doutrina daquele país para sua operacionalização, será realizado o exame sobre a pertinência de tais construções para o modelo brasileiro de ação civil pública específica para a tutela coletiva de investidores.

Frisa-se, neste ponto, que o presente trabalho tem por objetivo investigar as peculiaridades específicas atinentes à tutela coletiva de investidores nos dois países, buscando não incorrer na análise genérica entre o modelo de coletivização total estadunidense, conhecido como *class actions*, e o modelo brasileiro de ação civil pública, escopo este já abarcado por obras recentes e profundas.<sup>10</sup> Evidente, contudo, que por ser espécie do gênero, inelutavelmente serão feitas considerações sobre as regras gerais destes modelos de coletivização.

De igual modo, ao se debruçar sobre características específicas da tutela coletiva de investidores, serão também feitas inquirições no direito material subjacente a estas pretensões. Por conseguinte, e ante a amplitude no tratamento dos direitos subjetivos dos investidores, bem como em face de quais indivíduos ou

---

segundo, o Departamento de Justiça (...) o advogado geral (procurador geral) que deve então instaurar os procedimentos criminais em face do violador. Finalmente, os advogados privados dos investidores lesados”. Tradução livre de: “(...) *prior to the federal securities laws, securities fraud cases were rare and even more rarely successful. To achieve its goal of attacking fraud in securities transactions Congress therefore adopted civil and criminal liability provisions far more liberal than those available at common law. A person who violates the securities laws faces three possible antagonists. First, the SEC. (...), Second, the Justice Department (...), attorney general who may then institute criminal proceedings against the violator. Finally, the plaintiff’s bar.*”. In: BAINBRIDGE, 2007, p. 47-48.

<sup>9</sup> “A Suprema Corte tem reconhecido, desde o período em que o Ministro (Justice) Earl Warren a presidia, que as ações movidas em razão de fraude no mercado mobiliário sob o regime da Seção 10(b) do *Securities Exchange Act* e da Regra 10b-5 representam ‘a mais efetiva arma de exequibilidade’ do Direito do mercado de capitais e são ‘um necessário suplemento para a ação da SEC’”. Tradução livre de: “*The Supreme Court has recognized since the era of Chief Justice Earl Warren that private securities fraud actions under Section 10(b) and Rule 10b-5 provide ‘a most effective weapon in the enforcement’ of securities laws and are ‘a necessary supplement to (Securities and Exchange) Commission action’*”. In: (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01; [2][a]).

<sup>10</sup> (GRINOVER, 2008), (GIDI, 2007), (VENTURI, 2007), (MENDES, 2009), (ROQUE, 2013) (OSNA, 2015) e etc.

peessoas jurídicas surgem tais pretensões, necessário ainda realizar um recorte adicional no espectro dos direitos individuais a serem coletivamente tratados para a reparação civil por danos gerados ao mercado mobiliário.

Neste sentido, a opção que se faz é reduzir a análise à coletivização de pretensões de reparação civil nas quais a própria companhia estaria sujeita, ou potencialmente sujeita, ao pagamento de indenizações.

A razão principal desta característica na limitação do objeto diz respeito a dois fatores: (1) a complexidade na análise dos elementos de responsabilidade civil vinculados à conduta de administradores (apesar da análise dos elementos de responsabilidade civil entre administradores e companhia serem por vezes equivalentes, há hipóteses legais específicas nas quais a responsabilidade civil do administrador é apurada de forma autônoma) e terceiros relacionados à ilicitude da conduta, como advogados, auditorias<sup>11</sup> e etc.<sup>12</sup>; (2) a prerrogativa de inclusão da companhia no polo passivo de uma ação de reparação reduz a possibilidade de resultados nos quais o investidor lesado “ganha, mas não leva”, uma vez que a expectativa de liquidez da sociedade tende a ser, na ampla maioria dos casos, superior a de seus administradores e terceiros.<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> Segundo Galbraith (2004, p. 70), ao destacar o papel das auditorias para os escândalos relacionados à Enron e outras grandes empresas do setor energético e de telecomunicações: “A contribuição da auditoria corrupta para as atividades temerárias e mesmo criminosas que acabamos de mencionar era a menos esperada. Ela deu cobertura a ações tortuosas que se estenderam até o furto assumido. Os estudiosos há muito consideram a contabilidade competente e honesta. Durante toda minha vida profissional na área econômica, como professor, como autor e algumas vezes como funcionário público, examinei dezenas, talvez centenas de demonstrações financeiras de empresas, até por interesse pessoal. Jamais passou pela minha cabeça que aquilo fosse um disfarce para furtos discretos”.

<sup>12</sup> Há intenso debate na doutrina estadunidense sobre a responsabilidade civil de auditorias, advogados e etc, com base no que dispõe as Seções 11 do Securities Act, que amplia o rol de responsáveis para aqueles que assinarem o “*registration statement*” (declaração de registro obrigatório e anterior ao IPO que congrega todas as informações relevantes sobre a companhia) considerado falso ou incompleto sem que tenham agido com “*due diligence*”. Debate este que se acirra no que diz respeito à Seção 12(a)(2) do Securities Act, que prevê a responsabilização também com base em declarações falsas ou omissões feitas em qualquer documento escrito ou declarações orais relacionadas e emissão pública de valores mobiliários. Sobre a Seção 12(a)(2), destaca BRAINBRIDGE, 2007, p. 50: “A Seção 12(a)(2) impõe responsabilidade civil sobre qualquer um que tenha oferecido ou vendido um valor mobiliário no mercado interestadual, que realizar declarações falsas ou omissões em conexão com a oferta ou venda, e não possa provar que ele ou ela não sabia da falsidade ou omissão na declaração e não poderia ter acesso a esta informação mesmo com o exercício de cuidado razoável. Tradução livre de: “*Section 12(a)(2) imposes private civil liability on any person who offers or sells a security in interstate commerce, who makes material misrepresentation or omission in connection with the offer or sale, and cannot prove he or she did not know of the misrepresentation or omission and could not have known even with the exercise of reasonable care*”.

<sup>13</sup> A extensão do dano difundido entre os investidores lesados tende a representar uma soma imponente, potencialmente muito distante da capacidade econômica dos administradores responsáveis pelo ilícito, mesmo quando tomados em conjunto. Desta forma, apenas a companhia, cuja expectativa de poder econômico é inúmeras vezes maior do que a de seus administradores, até mesmo em razão da sua representação como

Assim sendo, refina-se o objeto deste trabalho às *securities class actions* e as ações civis públicas para tutela de investidores que podem ser potencialmente movidas em face das companhias emissoras dos valores mobiliários em questão, mesmo que os demais responsáveis pela ilicitude também possam ser incluídos no polo passivo das demandas.

A partir da construção desta limitação do objeto, por vezes complexa ante a estreita margem entre a análise pura do direito substancial de investidores ou dos institutos processuais de coletivização total, pretende-se fixar diretrizes que permitam a condução linear da investigação, a fim de evitar complexificações desnecessárias e restrições que tornem insustentável um raciocínio hábil a conduzir alterações ou sugestões que impactem na realidade forense.

Para tanto, será necessário apresentar o contexto histórico e normativo em que as *securities class actions* estão envolvidas, inserindo suas peculiaridades diante do gênero das *class actions* estadunidenses, o que será feito já no capítulo 03.

Após a identificação destas características próprias das *securities class actions*, no capítulo 04 se irá investigar separadamente como a tutela coletiva de investidores se relaciona especificamente com os ilícitos praticados no mercado secundário e primário.

Desta forma, e para consolidar a análise das *securities class actions* sob o enfoque do objeto acima delineado, o capítulo 05 irá tratar da perspectiva normativa e econômica que envolve a possibilidade de incluir a própria companhia no polo passivo da demanda movida pelos investidores lesados, ressaltando ainda o papel das chamadas *derivative actions* no contexto de ilícitos perpetrados no mercado de capitais.

Feitas estas considerações, o capítulo 06 enfrentará a análise comparada propriamente dita. Em seguida à apresentação das características normativas do sistema de tutela coletiva de investidores no Brasil, e no intuito de garantir-lhe efetividade, se pretende refletir sobre a possibilidade de inclusão, ainda que de forma adaptada, de determinadas teorias ou institutos aplicados nos Estados Unidos.

---

congregação de capitais, poderia apresentar liquidez suficiente a permitir a devida reparação dos investidores lesados.

Nesta conjectura, e a fim de manter a investigação vinculada ao objeto, também será realizada a avaliação teórica sobre a perspectiva de inclusão das companhias no polo passivo das ações coletivas movidas no Brasil.

Por fim, no capítulo 07, as conclusões serão resumidamente apresentadas, consolidando a análise realizada nos capítulos anteriores.

### 3 INTRODUÇÃO ÀS *SECURITIES CLASS ACTIONS*

O instituto das *securities class actions* consolidou-se como um importante instrumento para a efetividade de políticas empresariais e de investimento nos Estados Unidos, notadamente por contribuir para a credibilidade do mercado de capitais daquele país. Aliás, mais do que isto, tornou-se imprescindível para a reparação civil de danos individuais sofridos por investidores, garantindo-lhes acesso a Justiça independentemente da relevância da pretensão econômica envolvida.

Neste sentido, ante as peculiaridades do Direito estadunidense no que se circunscrevem às *securities class actions*, é inafastável para sua compreensão a análise do seu contexto normativo, bem como de seu desenvolvimento histórico.

#### 3.1 CONTEXTO HISTÓRICO E NORMATIVO

Apesar das disposições normativas federais<sup>14</sup> sobre responsabilidade civil por fraude contra investidores já constarem do *Securities Act* de 1933 - Seções 11<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> “(...) sociedades de capitais que negociam suas ações nos mercados públicos de valores mobiliários. Estas (...) ficam submetidas a importantes regulações federais e estaduais. As primeiras derivam, fundamentalmente, do disposto na Lei do Mercado de Valores mobiliários de 1933 (*Securities Act*), mediante a qual se organizou a Comissão de Valores mobiliários (*Securities Exchange Commission, SEC*), e foram assinaladas as regras e obrigações a que se devem submeter estas sociedades, com o propósito de proteger o público de fraude ou engano nas ofertas de ações. As segundas são conhecidas genericamente pela expressão leis de céu azul (*blue sky laws*), cujo alcance varia de um Estado a outro. Tanto umas como outras regulações determinam requisitos relacionados com a informação que deve fornecer aos terceiros no momento de formular ofertas públicas de ações, as restrições que se impõem para levar a cabo aquisições hostis de controle (*hostile takeover*), a impossibilidade de diretores e empregados de valer-se de informações privilegiada, as faculdades de sanção das comissões estadual e federal, etc.” In: (REYES, 2013, p. 94). De toda sorte, as “*blue sky laws*” se tornaram praticamente irrelevantes frente a expansão da regulação federal sobre o mercado de capitais. Neste sentido, vale a ressalva de Reyes sobre o processo de federalização da regulamentação incidente sobre esta matéria (2013, p. 112-113): “alguns autores afirmam que o debate em questão (concorrência legislativa entre Estados) foi desvirtuado em razão da enorme influência das autoridades federais sobre a autonomia legislativa de cada um dos Estados da União. É claro que, ainda que os Estados tivessem um interesse desenfreado e imoral em reduzir todas as regras mínimas de conduta dos administradores, tal atitude enfrentaria o obstáculo insuperável dos

e 12(a)(2)<sup>16</sup> - e da Regra 10b-5<sup>17</sup> - elaborada pela SEC com base na Seção 10b do *Securities Exchange Act* de 1934<sup>18</sup> -, foi efetivamente a partir da reforma da *Federal Rule 23*, em 1966, que houve a expansão de ações indenizatórias desta natureza.<sup>19</sup>

Com a aprovação em 1938 do *Federal Rules of Civil Procedure* (FRCP), houve a fusão entre os sistemas de *common law* e *equity*<sup>20</sup> no âmbito da Justiça

poderes federais, dotados de amplas faculdades de intervenção. Como é sabido, com fundamento na cláusula de comércio da Constituição norte-americana, o Congresso federal tem faculdades legislativas para regular assuntos que atinem às operações mercantis que são realizadas entre cidadãos de vários Estados. Além disso, as instituições federais de fiscalização governamental, tais como a Comissão de Valores mobiliários (SEC), estão dotadas de amplas faculdades de intervenção”.

<sup>15</sup> *Securities Act* 1933. Seção 11: Responsabilidades civis decorrentes de falsa declaração no registro anterior ao IPO. Tradução livre de: *Section 11: Civil liabilities on account of false registration statement*.

<sup>16</sup> *Securities Act* 1933. Seção 12: Responsabilidades civis cuja origem está relacionada com prospectos e comunicações. Tradução livre de: *Section 12: Civil liabilities arising in connection with prospectuses and communications*.

<sup>17</sup> SEC Regra 10b-5: Emprego de práticas ilusórias e manipuladoras: É ilegal para qualquer pessoa, direta ou indiretamente, pelo uso de qualquer meio ou instrumentalidade de comércio interestadual, ou de correios ou de qualquer instalação de qualquer bolsa de valores nacional (a) empregar de qualquer dispositivo, esquema ou artifício (b) fazer qualquer declaração falsa de fato relevante ou omitir declaração de um fato relevante que seria necessário declarar, à luz das circunstâncias em que foram feitas, não enganosas, ou (c) começar qualquer ato, prática ou curso de negócios que opera ou operaria como uma fraude ou engano sobre qualquer pessoa, em conexão com a compra ou venda de qualquer valor mobiliário. Tradução livre de: *SEC Rule 10b-5: Employment of Manipulative and Deceptive Practices: It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails or of any facility of any national securities exchange, (a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud, (b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or sale of any security*. Disponível em: [http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=0ebeaf7e6c8da73aeae636962c8ea65d&mc=true&node=se17.4.240\\_110b\\_65&rgn=div8](http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=0ebeaf7e6c8da73aeae636962c8ea65d&mc=true&node=se17.4.240_110b_65&rgn=div8). Acesso em 09/12/2016.

<sup>18</sup> Nos Estados Unidos, as agências federais são autorizadas a promulgar regulações (*rulemaking*). Após a devida tramitação e aprovação da proposta de regulação nos termos do *Administrative Procedure Act* (APA), a regra (*rule*) é adotada e publicada no *Code of Federal Regulations* (CFR). No caso das regulações do Mercado Mobiliário, estão contidas no Título 17 do CFR, dentre as quais a *Rule 10b-5*, inserida no §240.

<sup>19</sup> Em um importante relatório sobre as *securities class actions*, no qual se agrupa tais ações de acordo a natureza da demanda, a divisão é feita entre ações “*Section 11 and/or 12(a)(2) only*”; “*Both Rule 10b-5 and Section 11 and/or 12(a)(2)*”; e “*Rule 10b-5 only*”. In: (CORNERSTONE RESEARCH, 2015a, p. 13, figura 12).

<sup>20</sup> Durante o desenvolvimento do Estado Moderno inglês a partir do século XV, os tribunais vinculados diretamente à Realidade expandiram sua competência de jurisdição excepcional, paralelamente aos demais cuja jurisdição já se consolidara desde o medievo. Neste sentido, ao longo dos séculos XVI e XVII, as assim chamadas Corte Estrelada (*Court of Star Chamber*) e Corte de Chancelaria desenvolveram uma forma de jurisdição diferenciada em relação àquela aplicada pelos demais tribunais ingleses. Enquanto estes últimos aplicavam a chamada *common law*, radicada nas mais antigas tradições jurídicas do medievo, as Cortes aplicavam a chamada jurisdição de equidade (*equity*), que se desenvolveu com o passar dos séculos na busca da realização da “justiça por completo”. Em relação à tutela coletiva, enquanto os tribunais de *common law* refutavam a ideia de ações coletivas, salvo quando propostas por grupos cuja personalidade jurídica tivesse sido formalmente reconhecida, as Cortes de equidade oscilaram durante os séculos XVIII e XIX entre a autorização de seu processamento pela representação adequada e a negativa ante o entendimento de que a parte necessariamente deveria compor a lide (*necessary party rule*), posto que sem sua presença não seria possível realizar a “justiça por completo”. De toda sorte, tal discussão foi levada aos Estados Unidos, bem como as reflexões pela excepcionalidade da “*necessary party rule*” para fins de tutela coletiva, surgida nos tribunais de equidade. Com o desenvolvimento em solo estadunidense das teorias sobre ação coletiva em *equity*, na qual o Ministro da Suprema Corte de 1811 até 1845 (Justice) Joseph Story foi protagonista, foram criadas regras de equidade que afastavam a “*necessary party rule*”. Assim, com a convergência de ambos os sistemas, a partir de

Federal dos Estados Unidos. A partir deste momento, a ação coletiva, até então restrita ao *equity*, passou a ser permitida para pretensões de natureza indenizatória, usualmente admitidas tão somente no sistema de *common law*.<sup>21</sup>

Contudo, a despeito da *Rule 23* do FRCP ter previsto os requisitos gerais para a admissibilidade das *class actions*, em muito refletindo os precedentes anteriores àquele momento,<sup>22</sup> as dificuldades vivenciadas na prática forense acabaram por impedir a tutela coletiva.

No período de 1938 a 1966, as categorias de *class actions* segundo as definições de James W. Moore, e as quais foram adotadas pela doutrina e tribunais como se lei escrita fosse (KALVEN JR.; ROSENFELD, 1941, p. 699), demonstraram ser imprecisas e pouco claras, o que contribuiu para que as demandas judiciais se arrastassem envoltas em debate alheio ao próprio mérito. As incertezas quanto ao cabimento, o procedimento e extensão dos efeitos de cada espécie de *class action*, por sua vez, levavam à insegurança quanto ao resultado da demanda, desestimulando sua propositura.

No caso específico das ações coletivas de investidores, usualmente ajuizadas na categoria “*spurious class actions*” (correspondente à redação original da *Federal Rule 23(a)(3)*), a principal barreira se dava em razão do julgamento afetar tão somente as partes, e não os membros ausentes do grupo afetado (ROQUE, 2013, p. 61).<sup>23</sup>

Conforme assevera André Vasconcelos Roque (2013, p. 58) o caso *Deckert v Independence Shares Corp.* é bastante ilustrativo:

Os autores ingressaram em juízo em benefício de investidores vítimas de uma fraude, alegando que a ação era híbrida. O réu aduziu que se tratava de uma ação espúria. A corte distrital considerou-a apenas uma ação coletiva, sem definir sua categoria. A Corte de Apelações do 3º Circuito

---

1938, tornou-se possível a utilização das chamadas “*class actions*” de *equity* também para pretensões submetidas à jurisdição do *common law*, como as pretensões indenizatórias. In: (ROQUE, 2013, p. 36-45).

<sup>21</sup> De toda sorte, conforme ressalta André Vasconcelos Roque (2013, p. 54), “mesmo antes da aprovação do FRCP, no entanto, as ações coletivas eram utilizadas em certos casos para a tutela de pretensões indenizatórias, embora sua aplicação fosse incerta e controvertida na jurisprudência.”

<sup>22</sup> “a alínea (a) foi construída com base em dois requisitos gerais: numerosidade do grupo, o que remete aos antigos julgados da Corte de Chancelaria inglesa, e representatividade adequada (...), conceito este que (...) já havia sido consagrado pela jurisprudência norte americana” In: (ROQUE, 2013, p. 54).

<sup>23</sup> Sobre as *securities class actions* antes de 1966, “Embora os tribunais permitissem que membros ausentes do grupo intervissem como parte autora na ação coletiva movida pelos investidores até seu julgamento final, este procedimento incômodo não supria o ‘deficitário papel’ exercido pelos mecanismos de *class action* anteriores a 1966”. Tradução livre de: “*Although courts permitted absent class members to intervene as plaintiffs in securities class before the final judgment, such a cumbersome procedure did not adequately address “the unsatisfactory character” of the pre-1966 class action mechanism*”. In: (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01; [1][a]).

reverteu a decisão de primeira instância, classificando a hipótese como uma ação espúria. Quando o caso chegou a Suprema Corte, foi determinado o processamento coletivo do feito, sem que, no entanto, fosse apontada a categoria correta. O caso retornou à primeira instância para prosseguimento, quando a corte distrital classificou a ação como híbrida. Por fim, quando o feito foi devolvido à Corte de Apelações, decidiu-se que a categorização não era importante.

Pois bem. Com a reforma da *Federal Rule n. 23* no ano de 1966, as *class actions* estadunidenses assumiram sua formatação atual. Com o abandono da classificação de Moore, que havia sido fixada de acordo com a espécie de direito a ser tutelado e as relações jurídicas entre os integrantes da classe, o foco passou a ser, essencialmente, a categoria de tutela processual pleiteada (ROQUE, 2013, p. 61).

Dentre estas categorias, apesar da importância da subseção (b), alínea (2), para a implementação de políticas públicas contra a discriminação racial nos anos 70 e 80, destaca-se aquela estruturada na subseção (b), alínea (3) da *Federal Rule 23*, justamente porque elevada a uma espécie protagonista para as pretensões indenizatórias.

Após a reforma de 1966, as *class actions* foram ganhando cada vez mais um papel de destaque no cenário jurídico norte-americano. Primeiro, porque a nova Regra 23 ampliou o rol de pretensões efetivamente tuteláveis através da ação coletiva, superando definitivamente o modelo litisconsorcial liberal típico das antigas “ações espúrias”. Além disso, a sociedade americana passava por transformações importantes. A massificação das relações de consumo, aliada ao desenvolvimento do comércio e da indústria representaram fatores importantes na segunda metade do século XX. Da mesma forma, os movimentos sociais em defesa dos direitos civis nos anos 50 e 70 também exerceram influência positiva sobre as demandas coletivas. (ROQUE, 2013, p. 63)

Com a consolidação de um mecanismo de tutela coletiva para fins indenizatórios, as chamadas “*small claims*”, caracterizadas por uma pretensão econômica de baixo valor, tornaram-se viáveis mesmo em um sistema legal altamente custoso como é o estadunidense.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> A própria sistemática estadunidense para fixação dos honorários amplia os custos processuais naquele país. Ao contrário do Brasil, em que vigora a assim chamada *english rule*, nos Estados Unidos há a predominância da *american rule*. Enquanto pela primeira há a obrigação do pagamento dos honorários do advogado da parte vencedora pela parte vencida, dentro dos termos e limites impostos pela legislação, pela segunda não há este dever, ficando cada parte responsável pelos seus próprios honorários contratuais. Apesar de reduzir os potenciais riscos a uma condenação sucumbencial para a parte que ingressa com a ação, esta regra amplia os custos de litígio nos Estados Unidos, uma vez que as despesas com o processo em si não são reembolsáveis, devendo ser descontadas do proveito econômico da demanda. Neste sentido, conforme ressaltava Mauro Cappelletti e Bryant Garth, na célebre obra *Acesso à Justiça* (1988, p. 16-18): “O relatório norte-americano para o Projeto de Florença cita um estudo sobre causas de acidente de trânsito, o qual determinou que a média das possibilidades de sucesso da vítima era de US\$ 3.000, dos quais 35,5% correspondiam ao advogado e outros 8% a despesas

Neste contexto, e por força das pretensões indenizatórias individuais surgidas a partir da Regra 10b-5 da SEC e das Seções 11 e 12(a)(2) do *Securities Act* apresentarem, em regra, um reduzido valor econômico, o acionamento do Judiciário para sua satisfação somente torna-se viável desde que aglomeradas em uma ação coletiva.

Aliás, tendo em vista o alto custo de uma demanda judicial individual por prejuízos sofridos no mercado mobiliário, já em 1937 a SEC indicava a necessidade de um mecanismo eficiente de proteção dos investidores:

A ampla difusão de valores mobiliários criou uma situação na qual o titular de um único e isolado valor mobiliário frequentemente não tem como proteger seus interesses ou mesmo ingressar com uma demanda individual para tanto. A difícil situação do investidor individual é agravada quando ele não é preparado para lidar com a complexidade do mercado financeiro. Isto é acentuado, da mesma forma, quando seu investimento é baixo a ponto de tornar, ou impossível, ou improvável para si o suporte das despesas necessárias para executar sua demanda ou defender sua posição.<sup>25</sup>

Da mesma forma, pouco antes da reforma de 1966, os próprios Tribunais de Apelações reconheciam, dentre os quais o do Segundo Circuito,<sup>26</sup> a necessidade da efetivação de um modelo de tutela coletiva de investidores (*Escott v. Barchris Construction Corp*, 1965):

Em nosso complexo e moderno sistema econômico, onde apenas um ato lesivo pode resultar em danos para uma expressiva quantidade de indivíduos, as ações representativas são particularmente necessárias como instrumento para reivindicação de pretensões que, tomadas individualmente, são de valor muito reduzido para justificar o ingresso de uma medida judicial, mas que tomadas coletivamente, apresentam um valor considerável. Em uma situação na qual nós dependemos de uma iniciativa individual, particularmente da iniciativa de advogados, para dar efetividade aos direitos, deve haver um método prático que congregue estas pequenas pretensões, o que é feito pelas representative actions. Os titulares de uma

---

gerais. (...) Nos Estados Unidos e no Canadá, por exemplo, o custo por hora dos advogados varia entre 25 e 300 dólares e o custo de determinado serviço pode exceder o custo horário (isto já antes de 1988, data da publicação do trabalho) (...) Qualquer tentativa realística de enfrentar os problemas de acesso deve começar por reconhecer esta situação: os advogados e seus serviços são muito caros.”.

<sup>25</sup> Tradução livre de: “*The wide diffusion of securities has created a situation where the single and isolated security holder usually is helpless in protecting his own interests or pleading his own cause. The plight of the individual investor is accentuated where he is uninformed and unskilled in the intricacies of finance. It is likewise accentuated where his investment is small that it becomes either impossible or improvident for him to expend the funds necessary to prosecute his claims or defend his position.*”. In (SEC, 1937, Part. II, p. 495). Este relatório da SEC tornou-se bastante relevante ante sua profundidade sobre diversos pontos atinentes ao mercado de capitais estadunidenses, até então pouco investigados de forma acurada. Não por acaso, é citado em diversos trabalhos sobre o tema, apesar de sua longa origem no ano de 1937, como no trabalho de (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01; [1][a]).

<sup>26</sup> O Tribunal de Apelações do Segundo Circuito, que abrange a região de Nova Iorque, e o Tribunal de Apelações do Novo Circuito, que abrange a região da Califórnia, continuam a concentrar as *securities class actions*, conforme consta do relatório NERA (2016; figura 7).



ou duas debentures envolvidas na presente ação dificilmente poderia suportar o risco de uma ação individual.<sup>27</sup>

Neste sentido, a reforma de 1966 da *Federal Rule 23* foi ao encontro dos anseios dos investidores que se sentiam lesados pela ausência de mecanismos hábeis à reparação por prejuízos injustamente sofridos no mercado mobiliário, instaurando um novo panorama para as *securities class actions* nos Estados Unidos.

Contudo, diante da ampliação das pretensões efetivamente tuteláveis coletivamente, promovida pela reforma de 1966, e o entusiasmo e a popularidade em relação ao uso do instituto das *class actions*, tal situação acabou também por gerar abusos: ações coletivas certificadas sem maiores considerações quanto aos requisitos previstos na *Federal Rule 23*, acordos fraudulentos aprovados sem a devida verificação pelo Juízo, ações temerárias, e etc (ROQUE, 2013, p. 64).

A expansão das *class actions*, muitas das quais abusivas, tornou-se intensa nos anos que se seguiram à reforma de 1966. Após a consolidação, na segunda metade da década de 1980, das ações coletivas para tutela de consumidores lesados em razão de produtos e serviços massificados<sup>28</sup> (*mass torts class actions*), a própria capacidade do Poder Judiciário em prestar jurisdição foi ameaçada diante do volume de trabalho exigido.<sup>29</sup>

<sup>27</sup> Tradução livre de: “In our complex modern economic system where a single harmful act may result in damages to a great many people there is a particular need for the representative action as a device for vindicating claims which, taken individually, are too small to justify legal action but which are of significant size if taken as a group. In a situation where we depend on individual initiative, particularly the initiative of lawyers, for the assertion of rights, there must be a practical method for combining these small claims, and the representative action provides that method. The holders of one or two of the debentures involved in the present action could hardly afford to take the risk of an individual action.” In: (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01; [1][a]).

<sup>28</sup> “(...) As notas do Comitê Consultivo responsável pela reforma de 1966 desaconselhavam a utilização das *mass tort class actions* (ações coletivas de responsabilidade civil por danos massivos) sem, entretanto, descartar peremptoriamente esta alternativa. (...) No início dos anos oitenta do século passado, a jurisprudência americana seguia fielmente a orientação do Comitê Consultivo. Mesmo quando as ações eram admitidas em primeira instância, as Cortes de Apelação reformavam a decisão proferida pelas cortes distritais. A situação começa a mudar de figura na segunda metade dos anos 80. A enxurrada de ações envolvendo danos decorrentes da exposição de soldados norte-americanos na Guerra do Vietnã a um esfoliante conhecido como Agente Laranja, bem como os litígios em massa em que se discutia a responsabilidade pela exposição aos efeitos tóxicos do amianto e pelos danos ocasionados por dispositivos intrauterinos defeituosos e implantes de silicone malsucedidos, foram fatores fundamentais para mudar o entendimento da jurisprudência. Naquela altura, ou se admitiriam as *mass torts class actions*, ou o sistema judiciário restaria inviabilizado diante de tantos processos”. In: (ROQUE, 2013, p. 63-64). Ver *Jenkins v. Raymark* (5<sup>th</sup> Circuit; 1986), onde restou consignada a necessidade de repensar as prioridades e alternativas existentes frente aos desastres em massa, cada vez mais frequente; e *A.H. Robins Co. v. Dalkon Shield* (9<sup>th</sup> Circuit, 1982), quando o Tribunal (Corte) de Apelações certificou a ação coletiva ajuizada apesar de sete anos antes ter decertificado uma ação equivalente, ajuizada, inclusive, com base em falhas no mesmo dispositivo anticonceptivo intrauterino.

<sup>29</sup> Em razão de decisões proferidas pela Suprema Corte até década de 1980 (*Snyder v. Harris* (1969); *Zahn v. International Paper Co.* (1973)), nas quais houve a restrição da competência da Justiça Federal para o processamento de ações coletivas, houve uma sobrecarga de diversas Cortes distritais após a consolidação das

Diante deste cenário, e das críticas sobre a nocividade na utilização abusiva das *class actions*, parte da jurisprudência estadunidense passou a refletir, a partir da segunda metade da década de 90, uma postura mais rígida em relação à propositura de demandas coletivas (ROQUE, 2013, p. 67).

Contudo, mesmo com a maior rigidez trazida por alguns importantes julgados da Suprema Corte e dos Tribunais de Apelação, os abusos continuaram a ser praticados, e não apenas em relação às ações coletivas movidas em razão de danos de consumo, atingindo também, inclusive, a própria tutela de investidores.

Diante desta situação, o Congresso acabou por promulgar, em 1995, o *Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA)*, específico para as *securities class actions*.<sup>30</sup>

As críticas formuladas sobre as *securities class actions* nos anos 80 e início dos 90 pelas companhias e pela defesa realizada pelos advogados focaram nas assertivas de que (i) os autores estavam habilitados a impedir que a “*motion to dismiss*” fosse existosa simplesmente pela alegação de que o preço do valor mobiliário foi reduzido após a revelação de notícias prejudiciais; (ii) o processo de “*Discovery*” imporia custos excessivos aos réus; e (iii) alguns casos seriam conduzidos pelos advogados em busca de seu próprio interesse, sendo mínimas as pretensões econômicas dos autores. O Congresso congregou estas preocupações no “*Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (PSLRA)*”, que passou a exigir dos autores para que incluíssem em seu pedido fatos que particularmente sustentassem as alegações de falsidade e de “forte inferência” de que a divulgação de tais falsidades teria sido deliberadamente autorizada, a suspender toda a fase de “*Discovery*” até que a inicial sobrevivesse a qualquer “*motion to dismiss*” a menos que de outro modo fosse definido pela corte, e a estabelecer procedimentos para que as Cortes possam selecionar o autor responsável com base, primeiramente, em qual autor tem o maior interesse financeiro em cada caso (medição geral das perdas do autor em relação aos valores mobiliários em questão durante o “*class period*”). Ainda, a PSLRA redefiniu os padrões tradicionais de “*joint and several liability*” (responsabilidade compartilhada entre mais agentes) para aquelas demandas baseadas na responsabilidade estrita, negligência, ou imprudência do agente, como no caso de pretensões surgidas por falsas declarações feitas sem intenção ou

---

*mass tort class actions*. Nesta direção, André Vasconcelos Roque (2013, p. 65): “Alguns números evidenciam a crise que se abatia sobre o sistema judiciário americano: em algumas cortes distritais, o número de litígios envolvendo responsabilidade civil por danos massivos correspondia a mais de vinte e cinco por cento de todo o acervo de processos; no ano de 1990, para cada demanda julgada em que se discutiam os danos provocados pela exposição ao amianto, eram propostas duas novas ações. Uma situação de calamidade iminente que demandava uma solução urgente”.

<sup>30</sup> Conforme ressalta Antônio Gidi (2007, p. 62): “subdividida em títulos aterrorizantes como ‘redução de litígios abusivos’ e ‘redução de acordos coercitivos’, essa lei foi uma resposta histérica ao poderoso *lobby* de empresas de tecnologia de ponta, que se sentiam sufocadas com o constante monitoramento de suas atividades realizado pelos advogados especializados em ações coletivas. A lei, que é extremamente longa e detalhada, escrita em aproximadamente 30 (trinta) páginas, criou inúmeras normas processuais específicas para as ações coletivas do mercado de valores (*securities class actions*). O objetivo declarado era o de evitar práticas abusivas (reais e imaginárias), mas o real objetivo era limitar consideravelmente o acesso à justiça das pretensões coletivas nessa área do direito”.

conhecimento, construindo um sistema baseado na responsabilidade proporcional.<sup>31</sup>

Com este marco legislativo construído pelo Congresso Nacional, a partir do qual foram criados novos requisitos de admissibilidade para as *securities class actions*, os advogados interessados em defender os investidores lesados começaram a buscar as Cortes estaduais para o ajuizamento da ação coletiva, em um esforço para evitar os elevados padrões impostos no âmbito federal.

Contudo, vislumbrando o risco de fuga das ações coletivas para as Cortes estaduais, que por sua vez poderiam deixar de observar as restrições impostas pelo PSLRA,<sup>32</sup> o Congresso promulgou o *Securities Litigation Uniform Standards Act of 1998* (“SLUSA”).

De uma forma geral, a partir do SLUSA, nem mesmo as *securities class actions* ajuizadas com base em dispositivos da legislação estadual<sup>33</sup> poderiam prosseguir nas Cortes estaduais. E isto porque, além de já serem excepcionalíssimos os casos em que houvesse lacuna insuperável na ampla legislação federal sobre mercado de capitais,<sup>34</sup> tornou-se obrigatória a transferência

---

<sup>31</sup> Tradução livre de: “*Criticism of securities class actions in the 1980s and early 1990s by corporations and the defense bar focused on assertions that (i) plaintiffs were able to survive motions to dismiss simply by pleading a stock price drop after the disclosure of disappointing news; (ii) Discovery imposed excessive costs on defendants; and (iii) some cases were lawyer-driven litigation in which the plaintiffs had minimal financial interests. Congress addressed these concerns in the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 (“PSLRA”), which requires plaintiffs to plead “with particularity” facts supporting allegations of falsity and a “strong inference” of scienter, stays all discovery until a complaint survives any motions to dismiss unless otherwise ordered by the court, and establishes procedures for courts to select lead plaintiffs based primarily on which plaintiff has the largest financial interest in each case (measured generally by the plaintiff’s losses on the securities at issue during the class period). In addition, the PSLRA replaced the traditional standards of joint and several liability with a system based on proportionate liability for those claims based upon strict liability, negligence, or recklessness, i.e., claims based on false statements made without intent or knowledge*”. In: (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01, [2][j][i]).

<sup>32</sup> O PSLRA foi descrito por um Tribunal de Apelações como sendo uma “pedra de bloqueio” do tamanho de um elefante para a coletivização das pretensões dos investidores lesados. Tradução livre de: “*The PSLRA was described by one court of appeals as ‘the elephant-sized boulder blocking’ a plaintiff’s securities class action claims*”. In: (EISENBERG, 2015, topic §2.02[2]).

<sup>33</sup> Conforme já ressaltado no início deste tópico, apesar da existência de concorrente regulamentação estadual, a legislação federal tornou-se ampla sobre a matéria societária e de mercado de capitais, reduzindo substancialmente a relevância das normas estaduais, que atualmente se sobressam em restritos temas vinculados a esta temática, como procedimentos de constituição das sociedades.

<sup>34</sup> Outras disposições federais de importância são: *Public Utility Holding Company Act* de 1935, *Trust Indenture Act* de 1939, *Investment Company Act*, de 1940, *Investment Advisors Act*, de 1940, *Securities Investor Protection Act*, de 1970, *Market Reform Act*, de 1990, *Penny Stock Reform Act* de 1990, *Selected Provisions of the Gramm-Leach-Bliley Act* de 2000, e *The Commodity Futures Modernization Act* de 2000. Ainda, conforme ressalta Francisco Reyes (2013, p. 103): “(...) o Direito Societário dos Estados Unidos é uma combinação singular entre as normas federais e as estaduais. (...) a legislação federal governa, em primeiro lugar, todos aqueles aspectos próprios das sociedades inscritas em bolsa, em particular relacionados com a divulgação de informações aos investidores”.

para a jurisdição federal das ações coletivas que envolvessem *covered securities* (classe de títulos mobiliários definida no *National Securities Market Improvement Act* – NSMIA – de 1996, no qual estão inseridos os títulos negociados em bolsas nacionais, como Nasdaq e NYSE).

Neste sentido, o SLUSA pode ser interpretado como uma emenda ao PSLRA, promulgado para garantir sua eficácia (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01[2][k]). Afinal, ao determinar a remessa da *class action* para a jurisdição federal sempre que se tratar de *covered securities*, o SLUSA promove uma restrição substancial para o ingresso de *securities class actions* perante a jurisdição estadual, até mesmo porque, em razão da difusão e relevância econômica das bolsas de valores estadunidenses, torna-se praticamente inviável a ocorrência de danos massificados perante o mercado de capitais sem que haja o envolvimento desta espécie de valor mobiliário (EISENBERG; 2015; topic §2.14[12][a]).

Ademais, ao retirar competência da jurisdição estadual, o SLUSA também procurou restringir a atuação das Cortes locais (primeira instância estadual) excessivamente inclinadas em favor dos grupos proponentes das *class actions*, e que eram conhecidos pejorativamente por “*magnet state courts*” ou condados mágicos (EISENBERG; 2015; topic §2.12).

Sobre o tema, recorda Antônio Gidi (2007, p. 63) que “*um exemplo teratológico é o de um juiz de uma cidadezinha do Alabama, que certificou mais ações coletivas de interesse nacional (nationwide class actions) do que todos os 900 juízes federais juntos*”. Aliás, conforme ressalta Gidi na sequência, o Alabama e a Louisiana gozavam da fama de paraísos para a propositura de uma *class action*.

Neste sentido, e dando sequência a esta tendência que se seguiu ao final dos anos 1990 e início dos anos 2000 no sentido de coibir certas práticas abusivas e tornar mais rígidos os critérios para o ajuizamento das *class actions*, o Congresso promulgou em 2005 o *Class Action Fairness Act (CAFA)*,<sup>35</sup> trazendo alterações significativas no regime da *Federal Rule 23*.

Quanto à competência, além das restrições já impostas à jurisdição estadual pelo SLUSA, o CAFA passou a tornar compulsória a transferência para a Justiça Federal das ações coletivas que cumulativamente atenderem ao número mínimo de

---

<sup>35</sup> Parte da doutrina sustenta que o CAFA somente foi promulgado por força da influência e *lobby* exercidos pelas grandes empresas sobre o Congresso, no intuito exclusivo de frustrar a eficácia da tutela coletiva: Nesse sentido, (GIDI, 2013, p. 63), (KANNER, 2006, p. 1659).

100 (cem) pessoas,<sup>36</sup> cujo valor da causa ultrapassasse cinco milhões de dólares,<sup>37</sup> e quando as partes estivessem minimamente dispersas entre os estados, como quando qualquer membro da classe seja cidadão de um estado diferente de qualquer réu.<sup>38</sup>

Consta do relatório do Senado sobre o CAFA<sup>39</sup> que “*em razão das ações coletivas interestaduais tipicamente envolverem mais pessoas, mais dinheiro, e mais ramificações do comércio interestadual que qualquer outro tipo de demanda judicial, o Comitê acredita veementemente que tais casos devem seguramente pertencer à jurisdição federal*”.<sup>40</sup>

O CAFA alterou a concepção de “*diversity-of-citizenship*” construída pela jurisprudência da Suprema Corte até então,<sup>41</sup> em que bastaria escolher um representante da classe residente no mesmo estado do demandado para que a

<sup>36</sup> Tais restrições foram incluídas no U.S. Code, mais especificamente no título 28, §1332, alínea (d).

<sup>37</sup> Conforme cita André Vasconcelos Roque, ao tratar do gênero *class actions*, ou seja, sem levar em consideração as restrições já impostas à espécie *securities class actions*, desde o ano de 1990, com a instituição da competência suplementar (*supplemental jurisdiction*), codificado no título 28, seção 1367 (a) do USC, autorizou-se que a Justiça Federal apreciasse todos os pedidos formulados no processo e fundados em um núcleo fático comum, ainda que, isoladamente considerados, devessem tramitar na justiça estadual, uma vez que a pretensão individual mínima para o ingresso na Justiça Federal é de 75 mil dólares. Apesar das divergências iniciais sobre a aplicabilidade da competência suplementar às *class actions*, a Suprema Corte, no caso *Exxon Mobil v Allapattah Services* (2005), fixou entendimento da aplicação da jurisdição suplementar, ampliando efetivamente a competência da Justiça Federal. Contudo, o próprio Roque destaca que o impacto da decisão em *Allapattah* não foi tão decisivo para a concentração das *class actions* na Justiça Federal quanto a promulgação do CAFA. (2013, p. 215-217).

<sup>38</sup> Antônio Gidi (2007, p. 63) destaca neste sentido que, “como disse um senador, nada mais justo do que tirar as ações coletivas de interesse nacional das mãos de juízes eleitos em Estados rurais e transferi-las para juízes federais nomeados pelo Presidente e confirmados pelo Senado”.

<sup>39</sup> Tradução livre de: “*because interstate class action typically involve more people, more money, and more interstate commerce ramifications than any other type of lawsuit, the Committee firmly believes that such cases properly belong in federal court*”. In: Senate Report CAFA 2005, item III. Disponível em: <https://www.congress.gov/congressional-report/109th-congress/senate-report/14/1>. Acesso em: 18.01.2017.

<sup>40</sup> Em relação à fundamentação acerca da necessidade da federalização diante da ramificação interestadual de assuntos comerciais, destaca-se a denominada *commerce clause* da Constituição dos Estados Unidos, que faculta o Congresso Federal a regular tudo que for relacionado com o comércio interestadual, sendo bastante amplo o alcance de tal cláusula. Conforme ressalta Francisco Reyes (2013, p. 104-105), “a Suprema Corte dos Estados Unidos interpretou a mencionada cláusula de comércio de maneira ampla, o qual permitiu às autoridades federais se sobrepor às limitações constitucionais antes aludidas. A interpretação da Suprema Corte, unida à crescente tendência das autoridades federais de compartilharem assuntos estaduais, deram lugar à interação das legislações dos Estados com as regulações expedidas pelas autoridades federais. Assim, (...) existem normas sobre regime de antimonopólio, controle de contaminação, segurança social, oportunidade equitativa para os trabalhadores, qualidade dos produtos e responsabilidade de fabricantes e distribuidores etc. Além disso, não se deve perder de vista a vigência irrestrita da denominada cláusula de supremacia (*supremacy clause*), em virtude da qual a lei federal é superior a respeito da lei estatal. (...). Este aspecto está intimamente ligado à ideia de que as áreas dominadas pela legislação federal impedem que os Estados da União promulguem normas sobre os mesmos aspectos. Assim, considera-se que ‘quando uma legislação estadual se apresenta como um obstáculo para o cumprimento e execução dos propósitos assinalados pelo Congresso nacional, aplica-se a supremacia da lei federal, de tal maneira que torna inaplicável a norma estadual. Esta tese é denominada simplesmente de *preemption*, expressão que significa uma espécie de competência inibitória’”.

<sup>41</sup> *Strawbridge v Curtiss*, (1806); e *Supreme Tribe of Ben-Hur v. Cauble* (1921).

competência fosse mantida nos juízos estaduais. A partir do CAFA,<sup>42</sup> mesmo que o representante e o demandado sejam do mesmo estado, a *class action* deve ser remetida à Justiça Federal se alguns membros da classe forem de um estado distinto daquele do representante e demandado,<sup>43</sup> situação tendencialmente inalcançável em uma situação de danos massificados.

Em outras palavras, a partir do CAFA, mesmo quando a *class action* envolva *non-covered securities*, afastando-se da compulsoriedade trazida pelo SLUSA, é provável que a demanda atenda um dos requisitos para remessa à Justiça Federal.

Outro ponto importante trazido pelo CAFA diz respeito à inclusão (ROQUE, p. 367) de uma etapa adicional no procedimento de aprovação de acordos em sede de *class actions*.

Segundo determina a seção 1715 do título 28 do *U.S. Code*, cuja redação foi dada pelo CAFA, cada réu deverá providenciar, no prazo dez dias da apresentação da proposta de acordo, a notificação de determinados órgãos públicos no intuito de estimular a supervisão das autoridades governamentais sobre a adequação dos acordos. De acordo com o que consta no relatório do Senado sobre o CAFA,<sup>44</sup> a intenção do legislador seria frear o controle absoluto de demandas coletivas pelo advogado da classe, bem como a celebração de acordos nos quais apenas advogado e réu fossem beneficiados, prejudicando os membros da classe.

Este contexto normativo, apesar de pretensamente pretender inibir abusos decorrentes da assim denominada *entrepeneur litigation*, acabou por gerar potencial insegurança jurídica para as partes,<sup>45</sup> conforme alerta André Vasconcelos Roque (2013, p. 368):

---

<sup>42</sup> A regra atual da *diversity-of-citizenship* está prevista no título 28, §1332, alínea (d), do *U.S. Code*.

<sup>43</sup> Contudo, conforme ressalta André Vasconcelos Roque (2013, p. 221-222), ante o risco de ações envolvendo interesse predominante de um estado, e pela força do formato federativo descentralizado estadunidense, foram previstas exceções à competência da jurisdição federal: “a) *home-state exception*, se pelo menos dois terços dos membros da classe forem do estado onde se encontra a ação e, ainda, se os ‘réus primários’ também forem cidadãos desse mesmo estado, e b) *local controversy exception*, se pelo menos dois terços dos integrantes do grupo forem do estado onde a ação se encontra, se pelo menos um dos réus for cidadão desse mesmo estado, cuja conduta for responsável por parcela significativa da causa pedir e contra quem for formulada parte significativa do pedido, se os principais danos ocorreram nesse mesmo estado e, finalmente, se nenhuma ação idêntica tiver sido ajuizada nos últimos três anos”.

<sup>44</sup> *Senate Report CAFA 2005*, item III. Disponível em: <https://www.congress.gov/congressional-report/109th-congress/senate-report/14/1>. Acesso em: 18.01.2017.

<sup>45</sup> André Vasconcelos Roque (2013, p. 352) destaca que já em 2003 a Rule 23 havia sido reformada no sentido de dar transparência aos acordos coletivos. “Por ocasião da reforma aprovada em 2003, a subseção (e) da Regra 23 foi modificada para impor a obrigação de revelar, em caso de requerimento de aprovação de acordo, todos os demais ajustes paralelos celebrados entre as partes envolvidas na causa (*side agreements*) não contidos no corpo da proposta de acordo (atual Regra 23 (e)(3)). Isso inclui, evidentemente, os ajustes individuais com os clientes

(...) a exigência introduz uma perigosa insegurança na aprovação dos acordos. As normas do CAFA não estabelecem de forma precisa quais autoridades e órgãos públicos devem ser notificados, principalmente a nível estadual. Uma das prováveis consequências é que, na dúvida, serão endereçadas múltiplas notificações a diferentes órgãos e autoridades públicas, acarretando maior burocratização no procedimento de aprovação de acordos, sobretudo nas *class actions* de âmbito nacional, em que o demandado poderá se ver obrigado a identificar as autoridades em cinquenta estados diferentes para se certificar de que todos os integrantes permanecerão vinculados ao acordo.

Desta forma, e levando-se em conta que a celebração de acordo é a regra para a extinção de demandas no processo civil estadunidense, ao contrário do que ocorre no universo brasileiro,<sup>46</sup> as normas de controle externo e administrativo trazidas pelo CAFA tornam-se ainda mais relevantes, sobretudo para a seara das *securities class actions*.

Afinal, conforme consta do relatório NERA de 2015,<sup>47</sup> “*muitas poucas securities class actions alcançam a fase de julgamento, e menos ainda o veredito*”, de modo que dentre as mais de 4300 *securities class actions* ajuizadas perante a Justiça Federal desde 1995 (PSLRA),<sup>48</sup> apenas 21 foram julgadas e apenas 15 tiveram uma decisão final.

Do restante (mais de 4200), ou ainda estão em trâmite,<sup>49</sup> ou não apresentavam os requisitos para sua certificação como *class action* (o que será visto adiante), ou então foram encerradas por acordo (NERA, fig. 20). A transação,

---

do advogado do grupo, que poderão em tese revelar a inadequação do acordo coletivo. (...) a possibilidade de revisão ou de desvinculação do acordo coletivo, bem como de imposição das sanções genericamente previstas nas FRCP contra as partes e os seus advogados poderá incentivar o cumprimento voluntário da norma em questão.”.

<sup>46</sup> Neste sentido, enfatiza André Vasconcelos Roque (2013, p. 346): “Uma diferença muito importante entre o processo civil americano e, de forma geral, o processo dos países filiados à *civil law* diz respeito à principal forma de resolução das causas. Nos países de orientação romano-germânica, a principal forma de extinção dos processos se dá pela sentença de mérito, que decide o conflito submetido ao Judiciário ao final de todo o procedimento. Trata-se, evidentemente, de uma descrição muito superficial, sem atentar para as peculiaridades de cada ordenamento jurídico. O processo civil americano é diferente neste aspecto. Dificilmente uma causa chega à fase de julgamento, principalmente nos casos submetidos ao júri. A grande maioria das ações é resolvida através de acordos (...) estima-se que pelo menos setenta por cento das causas sejam encerradas através de acordos e que menos de dez por cento dos instaurados cheguem à fase de julgamento”.

<sup>47</sup> Tradução livre de: “*very few securities class actions reach the trial stage even fewer reach a verdict*”. In: (NERA, 2016, p. 36).

<sup>48</sup> Questão interessante e que denota a relevância do PSLRA para as *securities class actions* advém da definição do ano de 1996 (ano seguinte ao PSLRA) como início da série histórica considerada em dois dos principais relatórios sobre o tema, o “*Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2015*”, do NERA e o “*Securities Class Action Settlements 2015*” da CORNERSTONE. Em destaque, vale a citação de trecho do relatório da CORNERSTONE (2016, pg. 5): “Desde 1996, a grande maioria das *securities class actions* têm sido encerradas por acordo inferior a 25 milhões de dólares”. Tradução livre de: “*Since 1996, the vast majority of securities class actions have settled for less than \$25 million.*”.

<sup>49</sup> A partir da reforma da *Federal Rule 23* em 1998, a interposição de recurso em face da decisão que certifica ou não a *class action* como tal foi facilitada. Como consequência do tempo para apreciação destes recursos pelos tribunais, as demandas coletivas demoraram mais para serem extintas.

portanto, configura-se como meio quase exclusivo de extinção de uma ação coletiva favorável à classe.

Feitas estas considerações, é possível aferir que, apesar das crescentes restrições à sua utilização nas últimas décadas, as *securities class actions* continuam a desempenhar importante papel<sup>50</sup> para o mercado de capitais estadunidense e global.<sup>51</sup>

De toda sorte, tal como se depreende do próprio relatório NERA, o elemento crucial para a extinção da *securities class action* é a verificação dos requisitos para sua certificação. Se presentes, a demanda coletiva tende a se encerrar por acordo; se ausentes, não há sequer julgamento de mérito.

Desta feita, tendo já sido brevemente apresentado o cenário no qual estão inseridas as *securities class actions*, e tendo em vista a imprescindibilidade da *Federal Rule 23* para a análise de certificação destas demandas coletivas, já conforme as alterações legais incorporadas pelo PSLRA, necessário se faz perquirir os pontos mais importantes e controvertidos deste debate.

### 3.2 ESPÉCIE DO GÊNERO CLASS ACTIONS

Conforme mencionado no tópico anterior, as *securities class actions* possuem um final quase certo, ou são encerradas por acordo, ou são decertificadas como *class actions*. A batalha pela certificação da *class action*, intensificada no momento processual posterior à apresentação da “*motion to dismiss*” pela defesa, é o ponto auge para a definição de seu futuro.

Se a certificação das *securities class actions* é negada, resta bloqueado o processamento coletivo das pretensões individuais. Como consequência, a discussão daquelas pretensões de valor econômico inferior aos próprios custos da demanda torna-se inviável, blindando os infratores da responsabilização pelos prejuízos causados.

---

<sup>50</sup> Segundo o relatório do NERA (2016, p. 30), somente a soma dos dez maiores acordos realizados em 2015 envolveram um valor superior a três bilhões e meio de dólares.

<sup>51</sup> As bolsas de valores estadunidenses são utilizadas para captação de recursos mesmo por empresas estrangeiras. Aliás, conforme relatório NERA (2016, fig. 03), das 234 novas *securities class actions* ajuizadas perante a Justiça Federal só no ano de 2015, 14,8% destas ações foram movidas em face de empresas estrangeiras listadas nas bolsas estadunidenses, principalmente companhias chinesas.



Por outro lado, contudo, a certificação da classe “*pode forçar um réu a realizar um acordo ao invés de incorrer nos custos para se defender na ação coletiva e assumir o risco de uma responsabilização potencialmente ruinosa*”,<sup>52</sup> e isto, independentemente do mérito da questão debatida na demanda.<sup>53</sup>

Neste contexto de exaltação da fase de certificação das *class actions*,<sup>54</sup> a Suprema Corte promoveu em 1998 o incremento da alínea (f) na *Federal Rule 23*,<sup>5556</sup> a partir de quando se tornou possível recorrer, sem a utilização de meios jurídicos de cabimento incerto,<sup>57</sup> da decisão concessiva ou não da certificação.

<sup>52</sup> Tradução livre de: “*may force a defendant to settle rather than incur the costs of defending a class action and run the risk of potentially ruinous liability*”. Este alerta foi feito pelo Comitê consultivo sobre a Federal Rule 23 sobre as emendas de 1998 (inclusão do agravo de instrumento).

<sup>53</sup> Conforme destacado pela Suprema Corte em 2007 no caso *Tellabs Inc. v. Makor Issues & Rights Ltd.*: “*private securities fraud actions, (...) if not adequately contained, can be employed abusively to impose substantial costs on companies and individuals whose conduct conforms to the law*”.

<sup>54</sup> Neste sentido, em (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.14[1][c]), com referência ao trabalho de Richard D. Freer (*Interlocutory Review of Class Action Certification Decisions: a Preliminary Empirical Study of Federal and State Experience*, de 2007): “Um estudo abrangente sobre as decisões com base na Regra 23 (f) durante os primeiros nove anos após a Regra ter sido adotada indica que os Tribunais de Recurso confirmaram 28% das decisões distritais que garantiram a certificação da ação coletiva, confirmando também 65% de todas as decisões que negaram a certificação de classe, o que indica que os Tribunais estão acolhendo um número substancial de recursos fundados na Regra 23 (f) quando a Corte distrital nega a certificação da ação coletiva”. Tradução livre de: “*one comprehensive study of all Rule 23(f) decisions during the first nine years after the Rule was adopted found that the courts of appeals affirmed 28% of district court decisions that granted class certification and affirmed 65% of all orders denying class certification, indicating that courts are granting a substantial number of Rule 23(f) petitions where the district court did not err.*”.

<sup>55</sup> Regra 23(f): o Tribunal de apelações pode conhecer do recurso oriundo de uma decisão que concede ou denega a certificação da ação coletiva sob esta norma se for protocolado uma petição de autorização dirigida ao “escrivão” do Tribunal dentro do prazo de 14 (quatorze) dias após o proferimento da decisão. E o recurso não pode suspender os procedimentos na corte distrital a menos que o juiz distrital ou o Tribunal de Recursos o ordene. Tradução livre de: “*Rule 23(f) A court of appeals may permit an appeal from an order granting or denying class action certification under this rule if a petition for permission to appeal is filed with the circuit clerk within 14 days after the order is entered. And appeal does not stay proceedings in the district court unless the district judge or the court of appeals so orders*”.

<sup>56</sup> Assim como as *Federal Rules of Civil Procedure* foram promulgadas pela Suprema Corte em 1938, do mesmo modo foi incorporada a Rule 23(f). Sobre o tema, vale o escólio de Antônio Gidi (2007, p. 46): “As *Federal Rules of Civil Procedure* não são uma lei, no sentido de norma jurídica emanada do poder legislativo de um país (*statute*). Também não se trata de um código no sentido de sistema legal que almeja ser coerente e completo. Trata-se um conjunto de normas (*rules*) emitido pela Suprema Corte dos Estados Unidos, através de uma delegação do Poder Legislativo americano. Em 1934, o Congresso promulgou uma lei, o *Rules Enabling Act*, delegando à Suprema Corte a tarefa de promulgar normas processuais para regular o processo na Justiça Federal. O único limite imposto é que essas normas “processuais” não poderiam “diminuir”, “aumentar” ou “modificar” direitos substanciais. A Suprema Corte deve submeter a sua proposta ao Congresso Nacional: as normas entram em vigor automaticamente, na ausência de atividade contrária do Legislativo dentro um determinado período”.

<sup>57</sup> “Embora a revisão sob a Regra 23 (f) nutra alguma similaridade com outras formas de revisão de decisões interlocutórias, o processo de revisão discricionária, formulado por esta Regra, difere dos modelos anteriores em alguns pontos cruciais. A Regra 23 (f) requer a permissão apenas do Tribunal de Recursos e não estabelece previamente nenhum requisito específico, encorajando e tornando mais frequente a revisão de decisões interlocutórias que tratem da certificação da ação coletiva”. Tradução livre de: “*Although review under Rule 23(f) bears some similarity to other forms of interlocutory review, the discretionary review process established by this Rule differs from previous models in some key respects. (...) Rule 23(f) requires permission only from the court of appeals and does not list any specific requirements, thus encouraging more frequent interlocutory review of class certification decisions*” In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.14[1][c]).

De toda sorte, a despeito da possibilidade de recurso conferida pela alínea (f) da *Federal Rule 23*, o momento de análise da certificação da demanda coletiva, mesmo que pela Corte distrital, permanece como o foco de interesse das partes. Por conseguinte, e diante do intenso debate nesta fase processual, imprescindível a investigação dos requisitos a serem preenchidos para a certificação ou não da demanda coletiva, previstos ao longo da *Federal Rule 23*.

Assim sendo, e considerando que dentre as categorias de *class action*, a *securities class action* enquadra-se como uma demanda eminentemente indenizatória, sobre si incidem tanto os requisitos constantes na alínea (a), gerais para todas as *class actions*, como também os específicos previstos para a coletivização de demandas individuais ressarcitórias, constantes da alínea (b)(3) da *Federal Rule 23*.<sup>58</sup>

Neste sentido, portanto, para que uma *class action* seja certificada é indispensável que, preliminarmente, os quatro requisitos gerais previstos na *Federal Rule 23(a)* sejam cumulativamente preenchidos (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01[1][c]), de forma tal que a coletivização das pretensões individuais somente será autorizada quando:

- (a) o número de membros do grupo vier a tornar impraticável a formação de um litisconsórcio (*numerosity*);
- (b) houver questão comum de fato ou de direito entre os membros da classe (*commonality*);
- (c) a pretensão do representante deve ser típica da classe, ou seja, deve guardar identidade com as pretensões dos demais membros (*typicality*);

---

<sup>58</sup> “Adicionalmente para satisfação de todos os requisitos da Regra 23 (a), a ação coletiva proposta deve satisfazer uma subparte da Regra 23(b). As ‘securities class actions’ são raramente ajuizadas com base na Regra 23(b)(1) (casos em que há um fundo limitado). Ao contrário, por predominar o interesse em remediar prejuízos financeiros, as ‘securities class actions’ geralmente são ajuizadas com base na Regra 23(b)(3). Ver em *Lukenas v. Bryce’s Mountain Resort Inc.*, (4<sup>th</sup> Cir. 1976) (confirmando a negativa da certificação de classe sob a Regra 23(b)(2) em razão dos autores buscarem primordialmente a reparação de prejuízos financeiros); *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, (9<sup>th</sup> Cir. 1976) (garantindo a ordem para decertificar ação coletiva ajuizada sob a Regra 23(b)(1) em razão da ação buscar reparação de danos). Tradução livre de: “*In addition to satisfying every Rule 23(a) requirement, the proposed class action must satisfy one subpart of Rule 23(b). Securities class actions are rarely brought under Rule 23(b)(1) (limited fund cases). Instead, because the predominant relief sought is Money damages, they are usually brought under Rule 23(b)(3)*”. See *Lukenas v. Bryce’s Mountain Resort Inc.*, 538 F.2d 594, 595-96 (4<sup>th</sup> Cir. 1976) (affirming denial of certification under Rule 23(b)(2) because plaintiffs primarily sought Money damages); *Green v. Occidental Petroleum Corp.*, 541 F.2d 1335, 1340 (9<sup>th</sup> Cir. 1976) (per curiam) (granting mandamus relief to decertify class under Rule 23(b)(1) because suit sought damages)”. In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.02).

(d) o representante for habilitado para adequadamente proteger os interesses da classe (*adequacy of representation*).

Enquanto os dois primeiros requisitos possuem caráter objetivo, ficando vinculados à própria possibilidade da controvérsia ser resolvida coletivamente, os dois últimos permanecem atrelados à subjetividade do representante de classe.<sup>59</sup> Em outras palavras, preenchidos os pressupostos objetivos, em tese torna-se possível o processamento coletivo da demanda (ROQUE, 2013, p. 110), uma vez que eventual descumprimento dos requisitos subjetivos pode ser superado pela alteração do representante do grupo.

Aliás, é justamente por esta razão, inclusive, que desde já se ressalta que a análise dos requisitos *typically* e *adequacy* fugiria ao escopo do presente trabalho, focado na compreensão das estruturas objetivas da tutela coletiva de investidores estadunidense, à margem de debates sobre características particulares de determinado investidor ou advogado a ser escolhido para representação do grupo.<sup>60</sup>

Neste sentido, e retomando a verificação dos requisitos objetivos da *Federal Rule* 23(a), de antemão é possível aferir que o requisito da *numerosity* não implica maiores controvérsias no âmbito das *securities class actions*, caracterizadas, precisamente, pelo frequente envolvimento de milhares de investidores lesados por ilícitos perpetrados em bolsas de valores de porte nacional.

De outro lado, contudo, o debate doutrinário e jurisprudencial é intenso no que diz respeito ao requisito da *commonality*, sobretudo na seara das *securities class actions*.

Por constituir noção essencial de qualquer demanda coletiva, uma vez que eventual solução unitária pressupõe a existência de questões de fato ou de direito

<sup>59</sup> “Segundo a doutrina americana, a tipicidade teria se originado da representatividade adequada, prevista expressamente já na Regra 23 de 1938. Assim, os dois requisitos possuem origem comum, o que explicaria uma certa sobreposição entre tipicidade e representatividade adequada. Em síntese, tipicidade quer dizer que os interesses individuais do representante devem possuir algo em comum com o restante do grupo (...) a tipicidade consiste em uma análise da relação entre os interesses pessoais do representante e dos representados”. In: (ROQUE, 2013, p. 123).

<sup>60</sup> “Os requisitos de “tipicidade” e “adequada representatividade” são frequentemente objeto de controvérsia no período de certificação da ação coletiva. No todo, entretanto, estes requisitos de representação não têm se conformado como barreiras insuperáveis para a manutenção da demanda judicial em sua forma coletiva (*securities class actions*)”. Tradução livre de: “*Typicality and adequacy of representation are often litigated at the class certification stage, (...). On the whole, however, these representational requirements have not presented insurmountable barriers to maintaining securities cases as class actions*”. In: (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01, [1][c][iii].

comuns ao grupo, o requisito da *commonality* se sobressai no diálogo acerca da viabilidade da coletivização de pretensões individuais.

Nas palavras de André Vasconcelos Roque (2013, p. 118), esta relevância decorre do fato de que “a lei pode dispensar a numerosidade, a tipicidade ou mesmo a representatividade adequada, com enormes prejuízos” (...) “mas não poderá, sob qualquer fundamento, dispensar a existência mínima de questões comuns, porque sem elas não existirá nem mesmo uma controvérsia de natureza coletiva”.

Aliás, justamente por esta característica de indispensabilidade para a coletivização, é possível identificar na *commonality* traços de universalidade, razão pela qual, desta feita, sua análise torna-se ainda mais relevante para o objeto desta pesquisa, de cunho comparatista.<sup>61</sup>

No modelo brasileiro, por exemplo, não se concebe a numerosidade ou a tipicidade. Por outro lado, a representatividade adequada não está expressa na lei, presumindo-se sua existência com relação aos legitimados relacionados pelo legislador. A presença das questões comuns, contudo, se encontra implícita na própria categorização e definição dos direitos e interesses difusos (“circunstâncias de fato”), coletivos (“relação jurídica base”) e individuais homogêneos (“origem comum”). (ROQUE, 2013, p. 118).

De toda sorte, aprofundando-se no debate que concerne à *commonality* nos Estados Unidos, é importante anotar que, apesar da controvérsia sobre estar presentes em todas as *class actions*, a natureza desta controvérsia se altera de acordo com as especificidades de cada categoria de *class action* prevista na *Federal Rule 23*. Não há como investigar a discussão sobre *commonality*, portanto, sem saber qual é a categoria específica que se pretende trabalhar.

Por este motivo, e levando-se em conta que as *securities class actions* estão vinculadas à categoria da alínea (b)(3) da *Federal Rule 23*,<sup>62</sup> o debate sobre a

<sup>61</sup> Aliás, conforme ressalta André Vasconcelos Roque (2013, p. 184), a “doutrina brasileira costuma apontar as ações de tipo (b)(3) como a fonte inspiradora das ações coletivas para a defesa de direitos e interesses individuais homogêneos previstas no Código de Defesa do Consumidor. Tal assertiva se apresenta correta em princípio, sendo oportuno destacar, porém, que todas as espécies de ações coletivas previstas no CDC sofrerem certa influência do direito americano, ainda que indiretamente. (...) o modelo brasileiro de tutela coletiva deriva de forma reflexa das *class actions* nos Estados Unidos, a partir dos estudos empreendidos pela doutrina italiana na década de 70 do século passado. Dessa forma, longe de ser uma peculiaridade das ações para a defesa dos interesses individuais homogêneos, todas as ações coletivas brasileiras foram em certo sentido influenciadas pela sistemática das *class actions*, ainda que os requisitos de admissibilidade e as categorias não possam ser comparados de forma muito precisa”.

<sup>62</sup> Em decorrência da aplicação da *doctrine of preference*, portanto, as ações coletivas de categoria (b)(3) possuem caráter eminentemente pecuniário e indenizatório, sendo por isso conhecidas na prática dos tribunais e livros estadunidenses como *class actions for damages*. In: (ROQUE, 2013, p. 184).

presença ou não da *commonality* passa a se debruçar nas disposições específicas desta categoria.<sup>63</sup>

E neste sentido, a alínea (b)(3) da *Federal Rule 23* dispõe que a certificação somente acontecerá quando as questões de fato ou de direito comuns ao grupo predominarem sobre as questões individuais de seus membros, devendo também a *class action* ser um método superior a outros disponíveis para sua adequada e eficaz resolução da controvérsia.

Para a certificação desta categoria de *class action* é necessário, portanto, a “predominância” de questões comuns sobre as individuais, a “superioridade” da *class action* sobre outra forma de judicialização da controvérsia, e ainda a “gerenciabilidade” da ação coletiva.<sup>64</sup> Sobre estes três aspectos, que em grande medida se sobrepõem, recaem as principais disputas nas *securities class actions*. (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.02).

Assim sendo, não basta a simples existência de uma questão comum entre os membros da classe, como se poderia extrair da alínea (a) da *Federal Rule 23*, sendo necessária ainda a análise de outros elementos pertinentes para a identificação das exigências trazidas pela alínea (b)(3).

E ainda, justamente em razão desta vinculação entre a análise da questão comum e a espécie de *class action*, atrelada ao próprio direito substancial que sustenta as pretensões individuais, por vezes há a sobreposição entre a análise dos requisitos da *Federal Rule 23* e o mérito da demanda, surgindo o debate acerca dos limites da análise meritória na fase de certificação.

No caso *Eisen v Carlisle & Jacquelin* (1974), a Suprema Corte havia definido que as Cortes distritais não teriam autoridade para conduzir uma investigação preliminar do mérito para verificar se é possível mantê-la como uma *class action*.<sup>65</sup>

---

<sup>63</sup> Conforme destaca André Vasconcelos Roque (2013, p. 120): “Algumas matérias apresentam dificuldades notórias em termos de *commonality* (...) outra área problemática diz respeito a ações coletivas atinentes a fraudes no mercado de valores mobiliários, que frequentemente exigem a demonstração de que os lesados confiaram nas informações e relatórios passados pela empresa, em circunstâncias que podem variar de pessoa para a pessoa”. Conforme será visto adiante, a “*reliance*” é justamente um dos pontos mais importantes para a apreciação da *commonality* para *securities class actions*.

<sup>64</sup> Na língua inglesa, os requisitos são denominados, na mesma sequência, de “*predominance*”, “*superiority*” e “*manageability*”.

<sup>65</sup> Conforme decisão da Suprema Corte em *Eisen v. Carlisle & Jacquelin* (1974), “Não há nada na linguagem ou na história da Regra 23 que dê autoridade à Corte distrital para conduzir uma investigação preliminar sobre o mérito da demanda a fim de determinar se a ação poderia ser mantida como uma ação coletiva”. Tradução livre de: “*There is nothing in either the language or history of Rule 23 that gives a court any authority to conduct a preliminary inquiry into the merits of a suit in order to determine whether [417 U.S. 156, 158] it may be maintained as a class action.*”.

Por mais de 20 (vinte) anos as Cortes distritais compreenderam o comando em *Eisen* como uma determinação para a desconsideração dos requerimentos da *Rule 23(a)* e *(b)(3)* quando sua análise se sobrepusesse ao mérito da demanda, favorecendo a certificação da ação coletiva (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[2]).

Após 1997, contudo, a Suprema Corte passou a indicar uma redefinição de entendimento.<sup>66</sup> Em *Amchem Products Inc. v Windsor* (1997), a Suprema Corte destacou que nem todos os casos de *securities class actions* baseados em fraude poderiam justificar a certificação e o tratamento coletivo da controvérsia (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[3]).

Dali em diante, as Cortes distritais seriam orientadas a analisar os requisitos da *Federal Rule 23* de um modo mais rigoroso, sobretudo a partir da investigação acurada da predominância da questão comum, mesmo que para tanto fosse necessário apreciar o mérito da demanda. A intenção, portanto, era impedir as certificações quando houvesse disparidades significativas entre os membros da classe (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[3]).

Apenas dois anos depois, em *Ortiz v Fireboard Corp*, a Suprema Corte voltou a afirmar que, nos casos em que fosse elevada a probabilidade de que cada membro da classe tivesse sido afetado de forma distinta pelas questões relevantes para a configuração do direito material, tampouco estariam atendidos os requisitos da *Federal Rule 23* (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[2]).

Na mesma direção, em 2003 sobreveio emenda à *Federal Rule 23* para aumentar o escrutínio necessário para a certificação da *class action*. Não seria mais possível a certificação condicional da ação coletiva, que autorizava a certificação pela Corte distrital com a garantia de possível revisão após o desenvolvimento da instrução. A partir da adoção da emenda de 2003, seria imprescindível a investigação dos requisitos da certificação “*tão logo quanto possível*”,<sup>67</sup> tornando mais complexo o preenchimento dos requisitos da *Federal Rule 23*.

---

<sup>66</sup> Apesar do enfrentamento da posição de *Eisen* de forma mais contundente a partir de 1997, com o caso *Amchem*, já em 1982, no caso *General Telephone Company of Southwest v Falcon* já era possível observar algumas sementes em relação à guinada do entendimento da Suprema Corte, haja vista sua declaração de que as Cortes Distritais deveriam realizar uma análise rigorosa da satisfação dos pré-requisitos da *Federal Rule 23*, sendo apropriada a certificação apenas quando questões cruciais de fato e de direito fossem aplicáveis de um mesmo modo a cada membro da classe. (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[3]).

<sup>67</sup> Tradução livre de: “*at an early practicable time*”.

Nos anos seguintes, já com a adoção do entendimento pelo maior rigor na análise da certificação pelos Tribunais de Apelação, dentre os quais o importante Segundo Circuito, sobretudo após a decisão paradigma em *Miles v. Merrill Lynch & Co, (In re Initial Pub. Offering Sec. Litigation - IPO)* de 2006<sup>68</sup>, a Suprema Corte consolidou a revisão do entendimento firmado em *Eisen*.

Em *Wall Mart Stores, Inc. v. Dukes*, (2011), a Suprema Corte sustentou que “a Regra 23 não estabelece um mero padrão para a petição inicial”,<sup>69</sup> ressaltando ainda que a presunção da “*fraud-on-the-market*”, frequentemente utilizada pelos investidores lesados em *securities class actions* (e que será avaliada nos tópicos seguintes), é um exemplo bastante eloquente sobre da análise durante a fase de certificação de questões que se confundem com o mérito. (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[3]).

Da mesma forma, em 2013 a Suprema Corte reforçou este entendimento no caso *Comcast Corp. v. Behrend*, quando afastou a certificação da *securities class action* sob o fundamento de que a Corte distrital deveria ter analisado de forma mais apurada o modelo de danos apresentado pela parte autora, mesmo que os argumentos ali relacionados implicassem no julgamento final do mérito (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.03[3]).

Verifica-se, portanto, que uma análise superficial na fase de certificação não é suficiente para a efetiva identificação dos requisitos da *Federal Rule 23*, sendo imprescindível para a jurisprudência estadunidense, até mesmo pelo vínculo de ordem material que decorre da verificação de questões comuns, a investigação de elementos, mesmo na fase de certificação, que se confundem com o próprio mérito da demanda.

#### 4 A PREDOMINÂNCIA DAS QUESTÕES COMUNS SOBRE AS INDIVIDUAIS

<sup>68</sup> Neste sentido (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.03, [4][b]), a partir de decisão proferida em 2006 pelo Tribunal do 2<sup>nd</sup> Circuit no caso *Miles v Merrill Lynch*: “(...) os Tribunais permitem o exame de mérito para certificação de classe se necessário para fins de verificação da Regra 23. Na verdade, muitos Tribunais de Apelação têm revertido decisões de certificação de classe em razão da falha na condução de uma análise mais rigorosa acerca da Regra 23, mesmo quando para tanto fosse envolvida análise de mérito”. Tradução livre de: “(...) courts permit an examination of the merits at class certification if necessary to make a finding for purposes of Rule 23. In fact, several appellate courts have reversed orders certifying the class for failing to conduct a more rigorous analysis under Rule 23, even when doing so would involve an analysis of the merits”.

<sup>69</sup> Tradução livre de: “Rule 23 does not set out a mere pleading standard”.

Segundo definição do julgamento pela Suprema Corte em *Wall Mart* (2011), a *commonality* requer mais do que a articulação de questões comuns pela parte autora, sendo imprescindível que tais questões gerem respostas comuns (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][a]). Ou como destacado por Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic §3.05[2][a]), ao tratar da referida decisão:

Em outras palavras, a determinação da veracidade ou falsidade da controvérsia comum deve ‘resolver uma questão que é central para a validade de cada uma das pretensões em litígio’. Mesmo se um investidor lesado por uma fraude no mercado mobiliário puder superar o requisito da “commonality”, deve também demonstrar que as questões comuns devem prevalecer sobre as individuais.<sup>70</sup>

Portanto, a questão da predominância das questões comuns sobre as individuais, tanto no sentido de identidade da demanda, como no de identidade de resposta, acaba por centralizar a verificação da *commonality* na fase de certificação da *class action*.

Neste sentido, a despeito das distinções conceituais existentes entre “predominância”, “superioridade” e “gerenciabilidade”, há que se notar uma grande sobreposição entre si, assim como a abrangência do primeiro sobre os demais. Aliás, é justamente em razão desta amplitude que as Cortes estadunidenses costumam atribuir ao requisito da “predominância” a principal causa de obstáculo para a certificação de classe, mesmo que no caso também estejam envolvidas questões atribuíveis aos conceitos de “superioridade” ou “gerenciabilidade”.<sup>71</sup>

Neste ponto, é importante anotar que a finalidade da distinção conceitual entre ambos não busca categorizações específicas, como usualmente ocorre no Direito brasileiro,<sup>72</sup> mas sim para especificar que a amplitude da “predominância” é

<sup>70</sup> Tradução livre de: “In other words, determining the truth or falsity of a common contention must ‘resolve an issue that is central to the validity of each one of the claims in one stroke’. Even if a securities fraud plaintiff can overcome the commonality requirement, it must also show that the common questions predominate over individual ones.”.

<sup>71</sup> Conforme decisão em *CGC Holding Co. v Hutchens* (10<sup>th</sup> Circuit 2014), citado por (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][a]): “O requisito da predominância com frequência apresenta o maior obstáculo para a certificação da ação coletiva como tal, especialmente em casos de fraude”. Tradução livre de: “Predominance regularly presents the greatest obstacle to class certification, specially in fraud cases”.

<sup>72</sup> E isto, importa frisar, é uma distinção característica entre as escolas da *common law* e *civil law*. Enquanto a primeira se sustenta, sobretudo, em construções teóricas elaboradas a partir de casos concretos (*jurisprudence*), o que enfatiza sua natureza pragmática, a *civil law* tende a centralizar-se em conceituações abstrações. Aliás, em razão da pouca reflexão sobre a própria finalidade prática das distinções conceituais criadas, muito presente nos países de tradição *civil law*, surgiram críticas no sentido de que deveria haver também uma preocupação de cunho mais pragmático em relação a este rigor conceitual, devendo-se evitar discussões irrelevantes para realidade forense. Neste sentido, destaca-se, dentre tantos, o trabalho de Vicente de Paula Ataíde Junior intitulado “Processo Civil Pragmático”. (Tese de Doutorado em Direito das Relações Sociais, UFPR, 2013).



capaz de abarcar questões de “*gerenciabilidade*” e “*superioridade*”, razão pela qual, em verdade, as diferenças entre si são pouco relevantes para a identificação da “*commonality*” nas *class actions* regidas pela alínea (b)(3) da Federal Rule 23.<sup>73</sup>

Assim sendo, tal como ocorre na doutrina e jurisprudência estadunidenses, é a partir desta interpretação conceitual que se pretende realizar a análise dos principais pontos a serem objeto de controvérsia nas *securities class actions*. Em outras palavras, assume-se a nomenclatura de “*predominância*” para a identificação ampla de todos os requisitos específicos da Federal Rule 23(b)(3), pressupondo-se que a “*gerenciabilidade*” e a “*superioridade*” estão abarcados por si.

Conforme Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic §3.05[2][a]): “Se um investidor não puder satisfazer o requisito da “*predominância*”, não há necessidade de examinar a “*commonality*; se um investidor satisfaz a “*predominância*”, então a “*commonality*” deverá existir de igual modo”.<sup>74</sup>

Assim sendo, estabelecidas estas premissas, abrem-se as portas para a análise de quais são os principais pontos que ensejam a controvérsia sobre a presença ou não de “*predominância*” em cada espécie de *securities class actions* abarcada pelo objeto da presente pesquisa.

Neste sentido, inclusive, é imperioso recordar que no capítulo dedicado à metodologia se optou por reduzir o objeto para somente investigar as espécies de *securities class actions* que poderiam ser ajuizadas em face da companhia emissora dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores lesados. Em decorrência desta escolha metodológica, a principal consequência é a exclusão das *securities class actions* ajuizadas com base na Seção 12(a)(2), uma vez que direcionadas, sobretudo, para responsabilização de terceiros envolvidos com a compra e venda de valores mobiliários no mercado interestadual e que tenham cometido ilícitos neste papel eminentemente de intermediário, fugindo, portanto, da ideia de responsabilização da companhia.

---

<sup>73</sup> Da mesma forma, Max Berger e Salvatore Graziano (2015, topic §1.01, [1][c][iv]): “Os requisitos da predominância e da superioridade previstos na Regra 23(b)(3) têm sido muito litigados, particularmente sobre se a apuração de que os investidores teriam se baseado (reliance) nas declarações falsas ou omissões perpetradas pelos réus deveria ser realizada de forma individual, o que afastaria o requisito da predominância.” Tradução livre de: “Rule 23(b)(3)’s predominance and superiority requirements have also been much litigated, particularly with respect to whether the investors’ reliance on defendants’ misrepresentations and omissions must be proved on an individual basis, which would defeat predominance”.

<sup>74</sup> Tradução livre de: “If a plaintiff cannot satisfy predominance, there is no need to examine commonality; if a plaintiff satisfies predominance, then commonality must exist as well.”

Desta forma, o objeto de investigação recai sobre as duas principais espécies de *securities class actions* ajuizadas pelos investidores em face da sociedade anônima emissora dos valores mobiliários atingidos pelo ilícito, diferenciadas entre si tanto por aspectos normativos como fáticos.

Enquanto a primeira, regulada pela Regra 10b-5 da SEC, com base na Seção 10(b) do *Securities Exchange Act* de 1934, se configura pelo cometimento de fraude no mercado secundário, ou seja, quando as ações já se encontram pulverizadas no mercado de capitais, a segunda, prevista na Seção 11 do *Securities Act* de 1933, ocorre quando há irregularidades no registro de informações obrigatórias (registration statement) que antecede a realização da oferta pública de valores mobiliários (IPO - *Initial Public Offering*).

Neste sentido, e por estas duas espécies de *securities class actions* apresentarem peculiaridades específicas sobre o contexto fático e normativo no qual estão inseridas, do mesmo modo os pontos de análise acerca da “predominância” também se alteram conforme a espécie trabalhada, razão pela qual a investigação há de ser feita separadamente, apesar da existência de diversas questões convergentes.

#### 4.1 AS SECURITIES CLASS ACTIONS COM BASE NA REGRA 10B-5

Seguindo precedentes que remontam ainda ao *common law* inglês, a responsabilização por fraude pressupõe o preenchimento de determinados requisitos de ordem material, dentre os quais a *reliance* e a questão atinente à quantificação do dano:

O *common law* inglês considerou fraude, também conhecida como falsa pretensão, por ser um crime com a propriedade de outros. É este elemento de perda material que a distingue a fraude ou falsa pretensão de outras ofensas por falsidade; (...) O *common law* americano tem mantido esta distinção entre fraude e outros crimes de falsidade pela exigência da prova de elementos de materialidade, “*reliance*”, e a relação de causa e consequência para a configuração de fraude. A presença desses elementos no Direito americano reforça o propósito histórico de prevenir a perda de propriedade ao vincular a falsa declaração ou reivindicação ao próprio prejuízo.<sup>75</sup>

---

<sup>75</sup> Tradução livre de: “*English common law considered fraud, also known as false pretenses, to be a crime against the property of another. It is this element of property loss that distinguished fraud or false pretenses from other falsity offenses; (...) American common law has retained this distinction between fraud and other falsity crimes by requiring proof of the elements of materiality, reliance, and causation for the fraud. The presence of*

Na mesma linha, e justamente por estar adstrita à concepção de fraude,<sup>76</sup> a Regra 10b-5 também requer a presença da *reliance* e da quantificação do dano como elementos para a responsabilização do réu. E neste ponto, importa frisar, que não se pretende ocultar ou ignorar os demais elementos de ordem material requeridos para a categorização da fraude.

Contudo, conforme já bem assinalou a doutrina e a jurisprudência estadunidenses, são estes os dois elementos mais controvertidos para fins de autorizar o tratamento coletivo da tutela de investidores cujas pretensões residem na Regra 10b-5, e justamente porque aferidos individualmente:

Pela redução dramática no potencial de recuperação de valores na maioria das ações judiciais movidas por particulares em razão de perdas financeiras nos termos do da Seção 10(b) (do *Securities Exchange Act* de 1934), a mudança nas regras sobre dano alteraria significativamente os incentivos econômicos das ações coletivas ajuizadas em razão de fraudes no mercado mobiliário. Isso também tornaria a certificação de classe muito mais difícil, senão impossível, em uma grande porcentagem de casos, pois as questões de dependência individual e de danos seriam predominantes sob a Regra 23 (b).<sup>77</sup>

Neste sentido, portanto, imprescindível se faz analisar a *reliance* e a questão da quantificação do dano para fins de análise da predominância das questões comuns sobre as individuais.

#### 4.1.1 *Reliance*

A “*reliance*” é o vínculo causal entre a operação realizada pelos investidores com os valores mobiliários e as informações distorcidas disponibilizadas pela companhia emissora.<sup>78</sup> Em outras palavras, se há “*reliance*”, significa que o

---

*these elements in American Law reinforce the historical purpose of preventing property loss by tying the false statement or claim to the injury itself*. In: (ELMER; BYERS; KAPPLER. 2002. P. 01).

<sup>76</sup> A Regra 9(b) da Federal Rules of Civil Procedure prescreve os padrões para a alegação de fraude na *common law*. Neste contexto, os Tribunais de Apelação e a própria Suprema Corte já sedimentaram entendimento sobre a necessidade dos requisitos ali incluídos para o surgimento de pretensões com base na Regra 10b-5 da SEC, o que foi reforçado através do PSLRA, quando expressamente fixou-se a necessidade de forte inferência “*strong inference*” de que o ilícito teria sido consciente “*scienter*”: *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights* (Supreme Court, 2007), *Rombach v. Chang* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2004), *Lone Star Ladies Inv. Club v. Schlotzsky’s* (5<sup>th</sup> Circuit, 2001); *Sears v. Likens* (7<sup>th</sup> Circuit, 1990) (...).

<sup>77</sup> Tradução livre de: “*By dramatically diminishing the recoveries available in most private actions seeking money damages under Section 10(b), the change in damage rules would significantly alter the economics of private class action securities fraud litigation. It would also make class certification far more difficult, if not impossible, in a large percentage of cases because questions of individual reliance and damages would then predominate under Rule 23(b).*” In: (GRUNDFEST, 2013, p. 02).

<sup>78</sup> Doravante, apesar da compreensão de que o ilícito venha a ser realizado pelo administrador, se passa a tratar sempre de companhia emissora, a fim de simplificar e melhor adequar os termos da pesquisa ao fim proposto, ou seja, a investigação de *securities class actions* que podem ser ajuizadas em face das companhias emissoras.

investidor tomou sua decisão com base naquela informação fraudulentamente lançada ao mercado.

Neste sentido, vale destacar trecho da decisão da Suprema Corte estadunidense no caso *Basic Inc. v. Levinson* (1988), que justificou a essencialidade da “*reliance*” para a responsabilização da companhia ré por força das *securities class actions* com fulcro na Regra 10b-5.

Quanto à ‘reliance’, a Suprema Corte observou que: “‘reliance’ ‘é um elemento essencial das ações movidas com fulcro no §10 do Securities Exchange Act porque a prova de reliance assegura que haja uma conexão específica entre uma informação distorcida emanada dos réus e o dano sofrido pelos investidores’.”.<sup>79</sup>

No mesmo julgamento, ainda, a Suprema Corte consolidou a teoria de que em um sistema de mercado aberto e desenvolvido (“*open and developed*”), tais como as bolsas de valores estadunidenses de âmbito nacional (Nasdaq e NYSE), todos os fatos relevantes divulgados pela companhia implicariam flutuações no preço dos valores mobiliários, razão pela qual a “*reliance*” seria presumida no caso da divulgação de informações falsas. Afinal, se o investidor se baseia no preço do valor mobiliário para realizar sua operação, e considerando que este preço esteja diretamente atrelado às informações disponíveis no mercado, então o investidor sempre basear-se-ia, também, nas informações falsas divulgadas pela companhia.

Neste sentido, pontuando trechos da decisão em *Basic*, vale destacar o comentário de Max Berger e Salvatore Graziano (2015, topic §1.01, [1][c][iv]) sobre a justificativa no uso desta presunção, também conhecida por “*fraud-on-the-market*”, para que a “*reliance*” não viesse a se tornar um obstáculo intransponível para a coletivização das *securities class actions*, apesar da natureza eminentemente individual deste vínculo causal:

A presunção é baseada na hipótese de que, em mercados abertos e desenvolvidos, o preço dos valores mobiliários da companhia é determinado pelas informações relevantes disponíveis sobre a companhia e seus negócios. Declarações falsas sobre fatos relevantes, portanto, fazem com que investidores sejam levados a erro, mesmo que os investidores não tomem sua decisão de compra especificamente com base nas referidas declarações falsas. A presunção pode ser refutada se os réus demonstrarem que o mercado de valores mobiliários não era eficientemente informativo ou se os demandantes realmente não se apoiaram na integridade do preço de mercado. Como notado em *Basic*, a exigência de prova de ‘reliance’ individualizada de cada membro do grupo demandante efetivamente iria (...) impedir os investidores de prosseguir com uma ação

<sup>79</sup> Tradução livre de: *As for reliance, the Supreme Court has observed that “‘[r]eliance ... ‘is an essential element of the § 10(b) private cause of action’ because ‘proof of reliance ensures that there is a proper connection between a defendant’s misrepresentation and a plaintiff’s injury.’”*. In: (GRUNDFEST, 2013, p. 16).

de classe, uma vez que questões individuais sobrepor-se-iam às comuns". A Suprema Corte considerou que a concessão de uma presunção refutável de '*reliance*' segundo a teoria da '*fraud-on-the-market*' não apenas está abrangida pela teoria econômica, mas também pelo bom senso: 'É difícil imaginar que exista sempre um comprador ou vendedor que não confie na integridade do mercado. Quem conscientemente rolaria os dados em um jogo viciado?'.<sup>80</sup>

Com esta presunção, passa a ser da companhia emissora o ônus de afastar individualmente o vínculo causal entre a divulgação das informações falsas e a realização de operações pelos investidores, o que, ante o elevado número de potenciais vítimas, reduz significativamente a possibilidade de questões individuais serem suscitadas como obstáculo à predominância da questão comum.<sup>81</sup>

Na mesma direção é a doutrina de Joseph Grundfest (2013; p. 16-17):

Entretanto, a dificuldade prática associada à configuração da '*reliance*' no sentido clássico, que exigia a demonstração de um vínculo estrito de '*reliance*' para cada investidor individual, foi profundamente reduzida pela decisão da Suprema Corte em *Basic v Levinson*. Neste caso, a Suprema Corte criou uma presunção relativa de '*reliance*' em favor dos investidores que conseguissem demonstrar que (1) o mercado no qual estariam inseridos os valores mobiliários afetados pela suposta fraude é suficientemente 'aberto e desenvolvido' ou, na gíria da moderna economia financeira, eficiente; (2) que a alegada informação fraudulenta foi inserida no mercado; e (3) que a alegada informação fraudulenta tratava de fato relevante. Para a maioria das demandas judiciais sobre a matéria, esta presunção relativa de '*reliance*' dispensa a necessidade de demonstração de que a conduta tomada pelos lesados teria se baseado estritamente nas informações fraudulentas (*reliance*). Da mesma forma, também torna possível a coletivização de demandas individuais vinculadas às fraudes no mercado de valores mobiliários, porque, sem essa presunção, a análise das individualidades acerca da '*reliance*' seria predominante, o que, por conseguinte, impediria a certificação de classe. Toda a lógica econômica da indústria de ações coletivas na seara das fraudes do mercado mobiliário baseada na Seção 10(b) (do *Securities Exchange Act*) depende

---

<sup>80</sup> Tradução livre de: "*The presumption is based on the hypothesis that, in an open and developed securities market, the price of a company's securities is determined by the available material information regarding the company and its business. Misleading statements therefore defraud securities purchasers even if the purchasers do not directly rely on the misstatements. The presumption may be rebutted if defendants demonstrate that the market for the securities was not informationally efficient or that the plaintiffs actually did not rely on the integrity of the market price. As the Basic plurality noted, '[r]equiring proof of individualized reliance from each member of [a] proposed plaintiff class effectively would ... prevent [] [plaintiffs] from proceeding with a class action, since individual issues then would...overwhelm [] the common ones'. The Court held that permitting a rebuttable presumption of reliance under the fraud-on-the-market theory comports not only with economic theory, but with common sense: '[I]t is hard to imagine that there ever is a buyer or seller who does not rely on market integrity. Who would knowingly roll the dice in a crooked crap game?'".*

<sup>81</sup> A teoria é crítica para os autores da demanda coletiva porque é relativamente raro para os autores alegarem que foram enganados e, mesmo se eles o fizessem, questões individuais de '*reliance*' poderiam impedir a certificação da classe porque a '*reliance*' não poderia ser objeto de prova comum ao grupo. Tradução livre de: "*The theory is critical to plaintiffs because it is relatively rare for plaintiffs to allege to be misleading and, even if they did, individualized issues of reliance would (...) preclude certification of a class because reliance would not be subject to common proof*". In: (EISENBERG; 2015; topic §2.08[1]).

essencialmente, então, da presunção relativa sobre reliance construída em *Basic*.<sup>82</sup>

Em 2014, no julgamento de *Halliburton Co. v. Erica P. John Fund (Halliburton II)*, a Suprema Corte (por maioria de 6-3) reafirmou a prerrogativa dos investidores em invocar a presunção de que a amplitude do mercado garantiria a “reliance”, esclarecendo ainda que seria dos réus o ônus de afastar a presunção construída em *Basic* durante a fase de certificação da *class action*, por meio de evidências hábeis a demonstrar que as falsas declarações sobre fatos relevantes não afetou o preço das ações (BERGER; GRAZIANO, 2015, topic §1.01, [1][c][iv]).

Contudo, a despeito da manutenção desta presunção pela Suprema Corte, o debate em *Halliburton II* foi intenso justamente por refletir os esforços constantes dos críticos ao entendimento em *Basic*, o que explica, inclusive, o julgamento por maioria de 6-3.

De toda sorte, a despeito da presunção ter prevalecido sobre a necessidade de comprovação individualizada de que o investidor teria adquirido os papéis com base nas informações emitidas ao mercado pela companhia emissora, inúmeras defesas foram construídas justamente porque a presunção construída em *Basic* é relativa.

Portanto, além das próprias teses desenvolvidas para afastar os pressupostos da presunção de *Basic*, as companhias rés passaram a se apoiar também em certas construções teóricas que, devidamente comprovadas individualmente, também romperiam com o respectivo nexo de causalidade.

Neste conjunto de defesas hábeis a mitigar a presunção da reliance construída em *Basic*, passa-se a analisar as mais relevantes, tanto do ponto de vista da eficácia, como na frequência de sua utilização perante as Cortes estadunidenses.

---

<sup>82</sup> Tradução livre de: “However the practical difficulty associated with establishing reliance in the classic sense, which requires a demonstration of “actual reliance” by each individual plaintiff, was greatly reduced by the Supreme Court’s decision in *Basic v. Levinson*. There, the Court created a rebuttable presumption of reliance in favor of plaintiffs who can establish that: (1) the market for the affected security affected by the alleged fraud is sufficiently “open and developed,” or, in the argot of modern financial economics, “efficient”; (2) that the allegedly fraudulent information entered the market; and (3) that the allegedly fraudulent information was material. This rebuttable presumption of reliance obviates the need ever to demonstrate actual reliance in the vast majority of lawsuits. It also makes class action securities fraud litigation possible because, absent this presumption, individualized question of reliance would predominate and thus preclude class certification. The entire economics of the Section 10(b) class action securities fraud litigation industry thus hinges essentially on *Basic*’s rebuttable presumption of reliance”.

#### 4.1.1.1 Quando o mercado é ineficiente

A presunção construída em *Basic* tem como pressuposto a existência de um mercado aberto e eficiente, no qual os preços dos valores mobiliários negociados sejam efetivamente responsivos às informações disponíveis. Ao investidor cabe demonstrar, portanto, que a operação financeira por si realizada ocorreu em um contexto no qual o preço destes valores mobiliários seria o reflexo das informações disponíveis no mercado, sendo a própria companhia emissora importante fonte destas informações.

A “*reliance*” presumir-se-ia justamente por força desta responsividade entre as informações disponíveis e o preço dos valores mobiliários, que passa a incorporá-las na medida em que são divulgadas. Quando o investidor realiza o cálculo de risco da operação com base no preço do valor mobiliário, já estaria tomando a decisão com base nas informações fraudulentas divulgadas pela companhia emissora, uma vez que já refletidas no preço destes papéis.

Na medida em que as informações se alteram, os preços se alteram, e os investidores modificam suas perspectivas de compra ou venda. Ou, nos termos da decisão do Segundo Circuito em *Teamsters Local 445 Freight Division Fund v. Bombardier, Inc.* (2008), a “*reliance*” se presume quando o mercado de capitais é “*aberto e desenvolvido o suficiente para que rapidamente incorpore informações relevantes no preço do valor mobiliário*”.<sup>83</sup>

Contudo, a identificação da eficiência do mercado nem sempre segue parâmetros claros, seja em razão da racionalidade limitada ou de flutuações sistêmicas de preço, seja pela influência de grandes *players* na composição do preço dos valores mobiliários, constantemente suscetíveis a operações envolvendo grandes volumes de capital.

Neste sentido, e no intuito de criar uma resposta segura para o estabelecimento desta premissa acerca da eficiência do mercado, os tribunais estadunidenses protagonizaram diversas tentativas de parametrização. Neste cenário, tornou-se muito relevante a utilização dos cinco fatores fixados pela Corte distrital de *New Jersey* no caso *Cammer v Bloom* (1989): (a) elevada média de

---

<sup>83</sup> Tradução livre de: “*open and developed enough so that it quickly incorporate(d) material information into the price of the security*”

comercialização dos valores mobiliários;<sup>84</sup> (b) significativo número de analistas interessados em informar e reportar os valores mobiliários; (c) a existência e a extensão do interesse de “*market makers*”<sup>85</sup> interessados em operar os valores mobiliários; (d) a elegibilidade da companhia para se submeter ao “*Form S-3*” da SEC;<sup>86</sup> e (e) a demonstração de causa e efeito entre eventos inesperados ou a publicação de informações relevantes e as mudanças nos preços dos valores mobiliários.

De toda sorte, a despeito da relevância alcançada pelos assim chamados “fatores de *Cammer*”, a partir dos quais parte da jurisprudência defendeu que a eficiência do mercado somente estaria presente quando cumulativamente atendidos, a maioria dos Tribunais de Apelação (Circuitos) entendeu que a adoção de seus parâmetros somente é pertinente quando contextualizados no caso concreto para demonstrar, de uma forma geral, se os valores mobiliários reagem aos fatos relevantes divulgados.<sup>87</sup>

Nessa linha, ao julgar o caso *Bricklayers & Trowel Trades Int’l Pension Fund v. Credit Suisse Secs (2014)*, o Tribunal de Apelação do Primeiro Circuito reafirmou a definição de mercado eficiente como aquele “*no qual o preço de mercado do valor*

<sup>84</sup> No caso *PolyMedica Corp. Sec. Lit.*, o tribunal sustentou que o assistente técnico da parte autora falhou em demonstrar que um mercado em que o volume de transações semanais ultrapassa 04 milhões de valores mobiliários era eficiente em parte porque, embora tenha demonstrado que o preço do valor mobiliário refletia certos anúncios, ele falhou em explicar o porquê do preço destes papéis não ter se alterado em outros dias nos quais também havia anúncios significativos. Tradução livre de: “*In re PolyMedica Corp Sec. Lit. the court held that plaintiff’s expert had failed to show that the market for a security with a weekly trading volumes of more than 4 million shares was efficient in part because the expert, though showing that the price of the stock moved in response to certain announcements, had failed to explain why the stock did not move on other days in which there were also significant announcements.*”. In: (EISENBERG; 2015; topic §2.08[1])

<sup>85</sup> Segundo a definição do Code of Federal Regulations, (Título 17, Capítulo 2, Parte 240, Seção (240.15c3-1)[c][8], “o termo “*market maker*” faz referência a um investidor que, com respeito a um valor mobiliário específico (i) regularmente oferece publicamente, de boa-fé, lances competitivos e cotações em um reconhecido sistema de cotação entre investidores; ou (ii) fornece lances competitivos e cotações quando demandado; e (iii) está pronto, disposto e capaz de efetuar transações em quantidades razoáveis em relação aos preços por si cotados com outros corretores ou investidores”. Tradução livre de: “*The term market maker shall mean a dealer who, with respect to a particular security, (i) regularly publishes bona fide, competitive bid and offer quotations in a recognized interdealer quotation system; or (ii) furnishes bona fide competitive bid and offer quotations on request; and (iii) is ready, willing and able to effect transactions in reasonable quantities at his quoted prices with other brokers or dealers.*”.

<sup>86</sup> O formulário “*Form S-3*” da SEC é um documento simplificado que congrega informações sobre a companhia, exigindo para sua emissão que a companhia já apresente transparência considerável por meio da divulgação de relatórios trimestrais (*Form 10-Q*) e anuais (*Form-10-K*), os quais, por sua vez, são de apresentação obrigatória para regular operação no mercado secundário, nos termos do *Securities Exchange Act*. É normalmente exigido para a realização de ofertas públicas (IPO’s), quando, inclusive, é tomado como referência para fins de apuração de ilícitos com base na Seção 11 e 12 do *Securities Act*. Informações disponíveis em: <https://www.sec.gov/info/smallbus/acsec/ongoinginvestorprotections.pdf> e <https://www.sec.gov/about/forms/forms-3.pdf>. Acesso em: 25.01.2017.

<sup>87</sup> Conforme adiante demonstrado, quando da análise da decisão em *Local 703, I.B. of T. Grocery & Food Employees Welfare Fund v. Regions Fin. Corp.* (11<sup>th</sup> Circuit, 2014).



*mobiliário reflete integralmente toda a informação disponível*”,<sup>88</sup> tal como já o havia feito em 2005, em *PolyMedica Corp. Sec. Litig.*

Da mesma forma, em *Teamsters Local 445 Freight Division Fund v. Bombardier, Inc. (2008)*, o Tribunal de Apelação do Segundo Circuito consolidou sua definição de mercado eficiente com suporte no que é considerado o mais importante requisito em *Cammer* (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.09[4][b]), ou seja, a responsividade do preço dos valores mobiliários aos fatos relevantes publicados pela companhia emissora.

E ainda, no recente julgamento do caso *Local 703, I.B. of T. Grocery & Food Employees Welfare Fund v. Regions Fin. Corp.* (11<sup>th</sup> Circuit, 2014),<sup>89</sup> em que foram resumidos ao longo da decisão os diversos entendimentos proferidos pelos Tribunais de Apelação estadunidenses (os Circuitos) sobre a relevância da decisão em *Cammer* para a definição de mercado eficiente, entendeu-se pela impossibilidade de adoção dos fatores de *Cammer*, ou de quaisquer outros, como uma parametrização analítica obrigatória, devendo cada caso ser analisado individualmente.

Segundo a decisão, apesar da importância de se considerar as definições trazidas em *Cammer* ou mesmo em *Findwhat* (2011) (também julgado pelo Tribunal de Apelação do Décimo Primeiro Circuito, e no qual a eficiência de mercado foi associada ao volume de transações diárias e de informações disponíveis ao público), a verificação deveria ser realizada em cada caso e de acordo com circunstâncias específicas.

A identificação de um mercado eficiente deveria passar, segundo a decisão do Tribunal, por uma análise regressiva para saber se os preços dos valores mobiliários em questão tenderiam a responder às publicações dos relatórios envolvendo fatos relevantes, ampliando ainda a importância de informações técnicas que atribuam ou não esta responsividade dentro do contexto próprio das *securities class action*.

A profundidade desta decisão, inclusive, torna relevante sua transcrição:

Ao não estabelecer um padrão obrigatório, oferecemos às Cortes distritais a flexibilidade para uma investigação intensiva sobre o caso concreto. Além disso, a abordagem flexível permitirá às Corte distritais que, no futuro,

<sup>88</sup> Tradução livre de: “*in which the market price of the stock fully reflects all publicly available information*”, citado em (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][A])

<sup>89</sup> Disponível em: <http://media.ca11.uscourts.gov/opinions/pub/files/201214168.pdf>. Acesso em: 17.01.2017.

conheçam de novos fatores ainda desconhecidos para estas Cortes e considerados por especialistas como um indicativo da eficiência de mercado. Ao mesmo tempo, esta abordagem mais flexível, ao deixar a análise nas mãos competentes das Cortes distritais, não significa, de forma alguma, que não exista uma orientação a ser seguida. Pelo contrário, identificamos algumas características principais e genéricas sobre a eficiência do mercado a partir do caso *FindWhat Investor Group v. FindWhat.com* (11<sup>th</sup> Circuit, 2011), quando foi dito que o mercado de ações geralmente é eficiente quando “milhões de ações trocam de mãos diariamente, uma massa crítica de investidores e/ou analistas ‘estudam as informações disponíveis e a influência do preço dos valores mobiliários por meio de trocas e recomendações’ (...). Assim, (...) definimos algumas características de um mercado eficiente: atividade comercial de elevado volume facilitada por pessoas que analisam informações sobre valores mobiliários ou que fazem transações baseadas nestas informações (...). Rejeitamos a posição dos Tribunais de Apelação que adotam os fatores *Cammer* como um arcabouço analítico de observação obrigatório para a investigação da eficiência de mercado. É claro, há que se reconhecer também que vários Tribunais de Apelação têm aprovado a utilização destes fatores quando apropriado. (...) nós não achamos prudente exigir que os fatores *Cammer* sejam observados em todos os casos. Aparentemente, nem muito dos nossos circuitos irmãos (demais Tribunais de Apelação) têm aplicado esses fatores em seus próprios casos. Assim é o caso em *PolyMedica Corp. Sec.* (1<sup>st</sup> Circuit, 2005) (“Enquanto nos concordamos que os fatores “*Cammer*” considerados pela Corte distrital fossem relevantes para a análise da questão da eficiência do mercado, estes fatores não são exaustivos”). Em *DVI, Inc. Securities Litigation* (3<sup>rd</sup> Circuit, 2011) (“nós notamos que os fatores *Cammer* podem ser instrutivos dependendo das circunstâncias”). Em *Gariety v. Grant Thornton, LLP* (4<sup>th</sup> Circuit) (citando *Cammer* para afirmar que “a determinação quanto a se uma operação envolvendo valores mobiliários foi realizada no mercado eficiente, a Corte deveria considerar fatores como, além de outros, se o valor mobiliário é ativamente negociado, o volume de operação e a extensão de sua procura por profissionais de mercado. Ainda, em *Unger v. Amedisys* (5<sup>th</sup> Circuit, 2005) (“Esta lista de oito fatores, incluindo os cinco de *Cammer*, não representa um rol exaustivo, e em alguns casos um dos fatores acima pode ser desnecessário”). Como a lei determina, as Cortes distritais têm uma boa ideia do que elas deveriam analisar para determinar a eficiência de mercado, bem como a flexibilidade para fazer essa análise da maneira mais sensata diante das circunstâncias. (...) Muitos Tribunais de Apelação têm descrito a “causa e efeito” como o mais importante dos fatores *Cammer*, conforme se observa dos casos *Teamsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Bombardier Inc.* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2008).<sup>90</sup>

<sup>90</sup> Tradução livre de: “By not setting forth a mandatory framework, we have given District Courts the flexibility to make the fact-intensive inquiry on a case-by-case basis. Beyond that, the flexible approach will allow District Courts in the future to consider new factors yet unknown to this Court that market theorists might consider to indicate market efficiency. At the same time, our more flexible approach of leaving the analysis in the capable hands of District Courts by no means implies that we have given no guidance. Quite the contrary, we identified some major, general characteristics of an efficient market in *FindWhat Investor Group v. FindWhat.com*, 658 F.3d 1282, 1310 (11<sup>th</sup> Cir. 2011). There, we said that the market for a stock is generally efficient when “millions of shares change hands daily and a critical mass of” investors and/or analysts who “study the available information and influence the stock price through trades and recommendations”. (...). So, (...) defined some features of an efficient market: high-volume trading activity facilitated by people who analyze information about the stock or who make trades based upon that information. (...) We reject Regions’s suggestion that we adopt the *Cammer* factors as the mandatory analytical framework for market efficiency inquiries. Of course, we recognize that a number of our sister Circuits have approved the use of those factors when appropriate. (...) we do not think it wise to require District Courts to analyze market efficiency in terms of the *Cammer* factors in every case. Apparently, neither do many of our sister Circuits that have applied those factors in their own cases. See *In re PolyMedica Corp. Sec. Litig.*, 432 F.3d 1, 18 (1<sup>st</sup> Cir. 2005) (“While we agree . . . that the [*Cammer*] factors

Assim, apesar de ainda haver divergências entre os Tribunais de Apelação dos Circuitos acerca da definição de mercado eficiente, não tendo a Suprema Corte se manifestado sobre o tema de forma específica, há uma linha mestra indicada pelo caso *Cammer*. Desde que não sejam tomados como uma parametrização analítica obrigatória, os fatores construídos em *Cammer* representam um importante guia para a análise individualizada das circunstâncias de cada *securities class actions*, destacando-se ainda, neste contexto, o fator atinente à responsividade do preço dos valores mobiliários às divulgações de fatos relevantes.<sup>91</sup>

#### 4.1.1.2 A presunção em *Affiliated Ute*: omissões

Conforme visto acima, em *Basic* foi consolidado o entendimento de que a operação realizada por um investidor estaria presumidamente alicerçada nas informações divulgadas pela companhia emissora quando o mercado em questão fosse eficiente, justamente porque o preço do valor mobiliário no momento da compra ou venda já refletiria as notícias disponíveis ao público. Deste modo, portanto, passou a ser dispensável ao investidor produzir provas com o objetivo de demonstrar que a operação por si realizada teria efetivamente sido motivada exatamente com base nas informações divulgadas pela companhia emissora.

---

*considered by the district court were relevant to the issue of market efficiency, these factors are not exhaustive.”); In re DVI, 639 F.3d at 634 n.16 (3<sup>rd</sup> Cir. 2011) (“We have noted the Cammer factors may be instructive depending on the circumstances.”); *Gariety v. Grant Thornton, LLP*, 368 F.3d 356, 368 (4<sup>th</sup> Cir. 2004) (citing *Cammer* for the proposition that, “to determine whether a security trades on an efficient market, a court should consider factors such as, among others, whether the security is actively traded, the volume of trades, and the extent to which it is followed by market professionals”); *Unger v. Amedisys Inc.*, 401 F.3d 316, 323 (5<sup>th</sup> Cir. 2005) (“[T]his list [of eight factors, including the five Cammer factors,] does not represent an exhaustive list, and in some cases one of the above factors may be unnecessary”). As the law stands, District Courts have a good idea of what they should be looking for in determining market efficiency, as well as the flexibility to do that analysis in the most sensible way given the circumstances. (...) many Circuit Courts have described cause-and-effect as the most important of the Cammer factors, see, e.g., *Teamsters Local 445 Freight Div. Pension, Fund v. Bombardier Inc.*, 546 F.3d 196, 207 (2<sup>nd</sup> Cir. 2008).” Disponível em: <http://media.ca11.uscourts.gov/opinions/pub/files/201214168.pdf>. Acesso em: 17.01.2017.*

<sup>91</sup> Tendo por base a relevância da responsividade do preço dos valores mobiliários à divulgação de fatos relevantes, as companhias passaram a defender diversas teses para afastar a presunção de *Basic* a partir de elementos que comprometeriam esta vinculação entre preços e informações. Neste sentido destaca-se o histórico de volatilidade dos preços dos valores mobiliários (*volatile price history*), quando seu aumento ou redução ocorre de forma randômica, independentemente de causa e efeito. De toda sorte, tal como em *O’Neil v. Appel* (Corte Distrital de Michigan, 1996), os tribunais têm apenas limitado o *class period* excluindo-se os dias ou semanas de volatilidade randômica ou instável. Outra teoria das companhias para afastar a presunção de *Basic* decorre da exuberância irracional que alguns valores mobiliários atingem em determinados momentos (*irrational exuberance*), tal como se sucedeu com o “internet boom” da década de 90, em que especialistas alertavam que o acelerado crescimento pouco tinha a ver com expectativas de retorno futuro. Assim como no caso de excessiva volatilidade, os tribunais têm optado em excluir, desde que possível, os períodos de exuberância irracional do *class period*. (In: FERREIRO; DUNBAR; TABAK. 2004).

Contudo, para a presunção criada em *Basic*, parte-se da premissa de que houve a divulgação de informações ao mercado, sejam elas fraudulentas ou não, justamente para que possam ser incorporadas ao preço dos valores mobiliários. Neste sentido, verifica-se que, nos casos em que a companhia omite informações que teria o dever de revelar, há variáveis diversas daquelas incluídas em *Basic*.

Neste sentido, em razão da lacuna em *Basic*, prevalece ainda na jurisprudência estadunidense a decisão tomada pela Suprema Corte em 1972 no caso *Affiliated Ute Citizens of Utah v. United States*, (1972), oportunidade na qual foi dispensada a prova direta de “*reliance*” para os casos em que um fato relevante, que deveria ser desvelado ao público, é omitido pela companhia a fim de evitar redução no valor dos valores mobiliários. Tal como consta da referida decisão, (...) “*sob as circunstâncias deste caso, envolvendo primeiramente a falha de transparência (disclosure), a prova positiva de “reliance” não é um pré-requisito para o ressarcimento. Tudo que é necessário é que os fatos ocultados sejam relevantes no sentido de que um razoável investidor deva considerá-los importantes para a tomada de decisão*”.<sup>92</sup>

Portanto, diferentemente do que ocorre quando há a divulgação de informações falsas pela companhia, em que há a necessidade de comprovação positiva da “*reliance*” (ainda que presumida na construção de *Basic*), no caso de omissões de fatos relevantes sequer é possível falar em demonstração positiva da “*reliance*”. Afinal, ante o desconhecimento pelo investidor (e pelo mercado) da informação relevante no momento da operação, não haveria como tomá-la em conta para a tomada de decisão (EISENBERG; 2015; topic §2.08[2]).

Considerando que o mercado de capitais pressupõe a transparência como requisito de operação para as companhias, não há como supor que informações relevantes tenham sido omitidas.

Ao contrário do que ocorre na conduta ativa da companhia em publicar informações falsas, momento a partir do qual o preço reflete positivamente as aparentes boas notícias, o ilícito pela omissão não implica um imediato reflexo no

---

<sup>92</sup> Tradução livre de: “(...) *under the circumstances of this case, involving primarily a failure to disclose, positive proof of reliance is not a prerequisite to recovery. All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered them important in the making of this decision*”. Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/406/128/case.html#150>. Acesso em: 21.01.2017.

preço dos valores mobiliários, evidenciando a ausência de vínculo entre a operação realizada pelo investidor e a informação que seria revelada.

O conhecimento da fraude pela omissão e o prejuízo decorrente da potencial redução no preço dos valores mobiliários só ocorrem com a posterior divulgação da informação relevante que então surge ao mercado. O investidor não realiza a operação por causa da conduta da companhia, ele apenas, no máximo, teria deixado de realizá-la se a conduta da companhia tivesse sido adequada.

Em outras palavras, o juízo que se faz não é do nexo causal no momento da operação, mas sim a partir da análise retrospectiva do evento. Nos casos em que há a omissão de informações pela companhia, a realidade fática não comporta a existência de prova positiva da “*reliance*” justamente porque sua construção passa a ser elaborada a partir de acontecimentos futuros (*disclosure*) à conduta do investidor. (SHAPIRO; BISHOP; et. al; 2015; topic §3.05[2][b][iv]).

Por esta razão, em *Affiliated Ute* foi consolidado o entendimento de que não há necessidade de comprovação positiva da “*reliance*” nos casos de omissão, sendo esta presumida quando o investidor comprovar que as informações omitidas teriam sido consideradas relevantes para a tomada de decisão por um investidor mediano, a partir de um juízo retrospectivo dos fatos.

Importa anotar, ainda, que a presunção do caso *Affiliated Ute* dispensa a comprovação de que as operações realizadas pelos investidores lesados tenham ocorrido num mercado eficiente. Apesar de continuar sendo necessário demonstrar os prejuízos sofridos em decorrência do ilícito, o investidor lesado pela omissão de fato relevante não precisa enfrentar definições restritivas e complexas sobre a eficiência do mercado.

Nos casos sobre os quais incide a presunção de *Affiliated Ute*, portanto, não há a necessidade de demonstração do mercado eficiente, mas tão somente do vínculo entre o ilícito e a alteração de preço dos valores mobiliários, a partir do que seria possível aferir o prejuízo. Aliás, em verdade, esta relação entre ilícito e preço deve ser desvelada tanto para episódios nos quais ocorra a divulgação de informações falsas como para aqueles em que exista uma omissão lesiva.

Neste sentido, e diante de sua relevância não apenas para a compreensão da presunção de *Affiliated Ute* como também para os tópicos que se seguirão, há que se destacar a distinção entre a análise da eficiência do mercado e aquela a ser

realizada para a identificação do vínculo entre o ilícito e a alteração de preço do valor mobiliário. Apesar da identificação deste vínculo incorporar questões relativas à responsividade, característica do mercado eficiente, verifica-se que a caracterização desta eficiência de mercado tende a ser contextual, abrangendo outros fatores que não aqueles relacionados à responsividade do preço do valor mobiliário em razão do específico ilícito alegado na demanda coletiva. Por outro lado, a verificação deste vínculo entre o ilícito e o preço dos valores mobiliários decorre de uma análise específica não apenas do ilícito, como também de outros fatores atinentes à responsividade deste preço à divulgação de informações, que tanto pode ser, como pode não ser, equivalente àquela que se espera do mercado eficiente.

Em outras palavras, como se verá adiante, as análises sobre a eficiência do mercado e sobre o vínculo entre o ilícito e o preço do valor mobiliário, apesar de poderem ser realizadas de forma conjunta, quando possível (e quando se entende que a responsividade do preço em relação ao ilícito é condição para demonstração que o mercado é eficiente), podem também ocorrer de forma autônoma.

#### ***4.1.1.3 Do vínculo entre o ilícito e a alteração no preço dos valores mobiliários: do ingresso parcial no mérito***

Conforme visto, para a eventual responsabilização daqueles que divulgam informações falsas ou omitem fatos relevantes quando havia a obrigação de divulgá-los, é imprescindível que os investidores demonstrem o vínculo entre este ilícito e o preço do valor mobiliário, a partir do que poderiam ser aferidos os prejuízos.<sup>93</sup>

Contudo, por se tratar este vínculo de uma questão comum para todos os investidores, uma vez que o reflexo do ilícito no preço é verificado de forma objetiva e independentemente das peculiaridades dos que negociam estes valores mobiliários, verifica-se que o debate sobre esta relação entre “preço e ilícito” acaba por ingressar no próprio mérito das *securities class actions*, o que não poderia, em princípio, ocorrer na fase de certificação.

---

<sup>93</sup> Apesar da introdução que se passa a fazer neste tópico sobre a relação entre o ilícito e o prejuízo daí decorrente (*loss causation* e quantificação do dano), adiante, em tópico específico, a matéria será devidamente aprofundada. Por ora, o adiantamento de algumas definições se torna necessário para a contextualização do entendimento que autoriza a investigação parcial do mérito já na fase de certificação, bem como para a compreensão do vínculo entre a presunção de “*reliance*” e a responsividade do preço do valor mobiliário ao ilícito.

Nesta direção, no julgamento de *Erica P. John Fund, Inc. v. Halliburton Company* (ou apenas *Halliburton I*), ocorrido em 2011, a Suprema Corte afastou a necessidade de comprovação pelos investidores, já na fase de certificação, do vínculo entre a conduta da companhia emissora e a alteração de preço nos valores mobiliários, deixando expressamente consignado que a aplicação da presunção de *Basic*, contudo, não seria prejudicada em razão desta ausência (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][B]).

Em outras palavras, no que diz respeito às *securities class actions* ajuizadas em razão de declarações falsas, a presunção de *Basic*, pautada na eficiência do mercado, poderia ser mantida independentemente dos investidores demonstrarem em que medida a conduta da companhia emissora teria alterado o preço dos valores mobiliários, justamente porque isto implicaria a análise do mérito da questão.

Da mesma forma, em *Amgem Inc. v. Conn Ret. Plans & Trust Funds* (2013) a Suprema Corte sustentou que, na fase de certificação, os investidores que se apoiassem na presunção de *Basic* não poderiam ser obrigados a demonstrar a ilicitude na conduta dos réus. Mais do que isso, em *Amgem* a Suprema Corte vetou a possibilidade dos réus utilizarem da teoria “*truth-on-the-market*” para afastar a presunção de *Basic* ou mesmo de *Affiliated Ute* (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][B]).

Ou seja, não seria possível à defesa sustentar que, a despeito da falsa informação divulgada, ou mesmo do acontecimento relevante omitido, a verdade dos fatos já tinha se tornado publicamente conhecida, o que de antemão estaria refletido no preço dos valores mobiliários ao tempo da operação, afastando qualquer possibilidade de prejuízo aos investidores (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][B]).

Em outras palavras, a investigação do impacto no preço dos valores mobiliários por força da suposta fraude ficaria adiada para a fase posterior à certificação, justamente por pressupor a análise do mérito da ação coletiva.

A partir deste entendimento, para aplicação da presunção de *Affiliated Ute* bastaria, em verdade, que ação coletiva fosse pautada na ocorrência de uma omissão indevida, dispensando-se qualquer outro elemento que viesse a indicar, até a fase de certificação, a alteração do preço do valor mobiliário em razão do ilícito. Da mesma forma, com a demonstração de mercado eficiente, estaria garantida a

aplicação da presunção de *Basic* até o momento da certificação, sendo desnecessária a comprovação de que o evento ilícito específico alterou o preço dos valores mobiliários.

Em 2014, no julgamento de *Halliburton II*, a Suprema Corte manteve o posicionamento de que os investidores não precisariam provar diretamente o impacto do ilícito no preço do valor mobiliário para invocar a presunção de *Basic* ou de *Affiliated Ute*. Contudo, a decisão destacou também que as companhias emissoras poderiam, por outro lado, tentar demonstrar na fase de certificação que a suposta informação falsa ou omissão não teria afetado o preço dos valores mobiliários em questão (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][B]). Assim, mesmo na fase de certificação, seria possível sustentar (com o ônus imposto à defesa) que a suposta fraude ou omissão não teria provocado alteração de preço, tangenciando o mérito da demanda coletiva.

A partir de *Halliburton II* voltou a ser possível a utilização da defesa conhecida por “*truth-on-the-market*”. Assim, passou a ser cabível a demonstração de que as informações falsas divulgadas, ou os fatos relevantes omitidos, já faziam parte do “*mix*” de informações disponíveis ao investidor mediano,<sup>94</sup> o que flertaria com o mérito sem adentrá-lo.

Com a permissão concedida à defesa para demonstrar que o preço dos valores mobiliários teria se mantido indiferente à omissão do fato relevante ou à divulgação das informações falsas, a Suprema Corte tornou também possível o afastamento da presunção de *Basic*, uma vez que demonstraria a ineficiência do mercado no qual estariam inseridos aqueles valores mobiliários, já que incapaz de refletir mudanças no conjunto de informações. Segundo esta compreensão, a análise do vínculo entre o ilícito e o preço do valor mobiliário se incorpora como condição para a análise da eficiência de mercado, reflexões estas que até então (*Halliburton I*) eram realizadas de forma eminentemente autônoma.<sup>95</sup>

---

<sup>94</sup> No caso *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, a Suprema Corte anunciou um novo teste de relevância conhecido como padrão “*total mix*”, pelo qual uma declaração ou omissão é considerada relevante se “houver uma probabilidade substancial de que a divulgação do fato omitido teria sido vista por um investidor mediano como sendo capaz de ter alterado o “*total mix*” de informações disponíveis”. Tradução livre de: *In TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc., the Supreme Court announced a new test for materiality known as the “total mix” standard, whereby a statement or omission was deemed material if “a substantial likelihood [exists] that the disclosure of the omitted fact would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the ‘total mix’ of information made available”*. In: (CHANG, 2013, p. 346).

<sup>95</sup> Entendimento que justifica a ressalva feita no último parágrafo do tópico anterior sobre a distinção entre as análises sobre eficiência do mercado e sobre vínculo entre ilícito e preço do valor mobiliário.



Assim sendo, a despeito de ser um ônus imposto à defesa, volta a ser relevante na fase de certificação a análise do impacto da suposta divulgação de informação falsa, ou omissão de um fato relevante, no preço dos valores mobiliários. Em consequência disto, da mesma forma como já ressaltado no tópico dedicado a demonstrar como um mercado poderia ser considerado ineficiente, cresce o interesse na utilização de laudos técnicos durante a fase de certificação, justamente na intenção de refutar este vínculo entre o ilícito e a alteração de preço nos valores mobiliários. Mais uma vez, a linguagem econômica torna-se imprescindível para aqueles que se debruçam sobre as *securities class actions*. No mesmo sentido, Stephen Shapiro e Timothy Bishop ao analisar o julgamento de *Halliburton II* (2015, topic §3.05[2][b][iii][B]):

Se a prova produzida pela defesa demonstrar que não houve impacto no preço do valor mobiliário em relação à específica falsa declaração sobre a qual se litiga na demanda judicial, então a teoria do “*fraud-on-the-market*” não é aplicável e a “*reliance*” comum aos investidores não pode ser presumida. De antemão é possível aferir que *Halliburton II* encoraja os réus a produzir sua própria prova técnico-econômica e estudos de evento para a fase de certificação da demanda individual no intuito de ‘demonstrar que a alegada falsa informação não teria efetivamente afetado o preço dos valores mobiliários e que, conseqüentemente, não poderia ser aplicada a presunção de *Basic*’, assim como a demanda tampouco poderia ser certificada.<sup>96</sup>

Verifica-se que, apesar de inverter o ônus em relação à demonstração do vínculo entre o ilícito e o preço nos valores mobiliários, *Halliburton II* autoriza a ocorrência deste debate ainda na fase de certificação, ainda que inevitável o tangenciamento com o mérito da demanda.

Desta forma, a partir do julgamento de *Halliburton II*, o debate sobre o próprio mérito das questões comuns passa a ser inserido ainda na fase de certificação, na qual deveria prevalecer, por definição, o debate preliminar sobre a predominância destas questões comuns sobre as individuais. Evidente, deste modo, a ampliação de barreiras à certificação das *securities class actions*.

#### **4.1.1.4 A oposição de subjetividades**

---

<sup>96</sup> Tradução livre de: “If a defendant’s “evidence shows no price impact with respect to the specific misrepresentation challenged in the suit”, then “the fraud-on-the-market theory does not apply and common reliance thus cannot be presumed.” *Id.* It can be anticipated that *Halliburton II* will encourage defendants to produce their own expert economic evidence and event studies at the class certification stage to “show that the alleged misrepresentation did not actually affect the stock’s market price and, consequently, that the *Basic* presumption does not apply” and no class may be certified”.

Conforme já ressaltado, durante os julgamentos de *Basic* e *Affiliated Ute*, a Suprema Corte construiu presunções para a identificação da “*reliance*” entre a realização da operação financeira pelos investidores e o ilícito cometido pela companhia emissora, permitindo o equilíbrio probatório entre as partes.

Neste sentido, e justamente por se tratarem de presunções, a aplicabilidade de ambas admite ser refutada caso seja apresentada prova em contrário. Cabe à defesa demonstrar o porquê de tais presunções não se aplicarem diante das peculiaridades do caso concreto, usualmente vinculadas às características subjetivas dos investidores que são membros da classe.

Neste sentido, conforme decisão do Tribunal de Apelação do Segundo Circuito no caso *IPO* (2006),<sup>97</sup> a certificação de uma *securities class action*, independentemente se baseada em ilícitos ocorridos no mercado secundário (Regra 10b-5 da SEC) ou até primário (Seção 11 do *Securities Act*, a ser analisado adiante, em tópico específico), exige o desconhecimento pelos investidores, ao tempo da realização da operação, sobre a verdade dos fatos por detrás do ilícito:

(...) aqui não há disputa que o investidor que demanda com base na Seção 10(b) (*Securities Exchange Act*) ‘deve alegar e provar’ que a operação por si realizada o foi ‘em ignorância dos fatos de que o preço foi afetado pelas manipulações alegadas’ conforme referido em *Gurary v. Winehouse* (2<sup>nd</sup> Circuit, 1999). Da mesma forma, os investidores também devem demonstrar falta de conhecimento para o ressarcimento de prejuízos sofridos com base em ilícitos previstos na Seção 11 (*Securities Act*), conforme *DeMaria v. Andersen* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2003) ‘Demandas com base na Seção 11 fornecem uma causa de pedir para ‘qualquer pessoa que adquiriu’ um valor mobiliário emitido nos termos da falsa declaração contida no registro que antecede o IPO, a menos que o investidor soubesse sobre a falsa declaração ao tempo da aquisição.’<sup>98</sup>

Portanto, se uma parcela dos investidores estivesse ciente, no momento da compra e venda dos valores mobiliários, dos fatos omitidos ou acobertados por falsas declarações, a certificação da classe estaria ameaçada. Afinal, com a possibilidade de investigação e julgamento individual sobre a ciência destes investidores acerca da verdade dos fatos ao tempo da operação, desde logo estaria comprometida a predominância da questão comum se o número de investidores

<sup>97</sup> Disponível em: <http://www.freelawreporter.org/flr3d/f3d/471/471.F3d.24.html>. Acesso em: 17.01.2017.

<sup>98</sup> Tradução livre de: “*here is no dispute that a section 10(b) claimant "must allege and prove" that the claimant traded "in ignorance of the fact that the price was affected by the alleged manipulation."* *Gurary v. Winehouse*, 190 F.3d 37, 45 (2d Cir. 1999). *The Plaintiffs must show lack of knowledge to recover on their section 11 claims as well. DeMaria v. Andersen*, 318 F.3d 170, 175 (2d Cir.2003) (“[Section] 11 provides a cause of action for ‘any person acquiring’ a security issued pursuant to a materially false registration statement unless the purchaser knew about the false statement at the time of acquisition”).

suspeitos fosse proporcionalmente relevante para a totalidade da classe. E foi justamente esta a controvérsia enfrentada em *IPO*.

Apesar da alegação de que prevalecia entre os membros da classe a falta de informações sobre o alegado esquema que teria gerado prejuízos, constava das próprias razões escritas dos investidores que a ciência do esquema era bastante ampla, envolvendo a participação de centenas de instituições, que contavam com outros milhares de funcionários, além do próprio modelo da fraude em questão ter sido, inclusive, noticiado por dois canais de TV a cabo.

Assim, mesmo após considerar a possibilidade suscitada pela Corte distrital de afastar da classe aqueles que, apesar de prejudicados, apresentassem características típicas de participação total no alegado esquema em determinado momento, o Tribunal de Apelação do Segundo Circuito entendeu que a exclusão não seria suficiente, uma vez que dentro da classe havia grupos parcialmente envolvidos ou “prontos” para participar da fraude. De acordo com a decisão em *IPO*, a dispersão de informações sobre o alegado esquema imporia a necessidade de investigações individuais dos membros da classe, tornando inatingível a predominância das questões comuns sobre as individuais.

Desta feita, quando as informações sobre a fraude já estão consideravelmente difundidas ao tempo das operações, não há como se presumir que os investidores desconheciam a verdade dos fatos. Por consequência, e em razão de tanto a presunção de *Basic* como de *Affiliated Ute* partirem deste pressuposto, a demonstração individual da “*reliance*” passa a ser necessária, tornando inatingível o requisito da predominância das questões comuns entre os investidores.

Contudo, não pode ser singela a motivação para o afastamento deste pressuposto, ou seja, de que os investidores não conheciam a verdade dos fatos quando realizaram suas operações. Segundo a expressão utilizada em *IPO*, tal premissa não pode ser afastada com base em “*hallmarks*” que imputem a alguns membros da classe o conhecimento prévio sobre o ilícito. Para sua renúncia, a difusão de informação deve ser tão aprofundada, envolvendo tantos membros da classe, que não seja possível delimitar esta classe em um grupo no qual o acesso a este conhecimento tenha sido obstruído.

Neste sentido, no caso *Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.* (2001), o Tribunal de Apelação do Terceiro Circuito entendeu que, a despeito de alguns membros da classe terem tido acesso prévio às informações sobre a prática ilícita, o pressuposto de desconhecimento dos investidores continuou a vigir, mantendo-se o suporte para a presunção de “*reliance*” (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][v][d]).

Verifica-se que a demonstração sobre o prévio conhecimento de investidores pode não apenas ser hábil a afastar individualmente a “*reliance*” de determinado membro da classe, como pode também, diante de ampla difusão sobre estas informações, contaminar a própria presunção de “*reliance*” da integralidade da classe, justamente por macular a premissa de que os investidores desconheciam os fatos por detrás do ilícito quando realizaram suas operações.

Neste sentido, e dando sequência às subjetividades que podem ser levantadas pela defesa na tentativa de afastamento da “*reliance*”, destaca-se aquela decorrente do perfil de atuação do investidor.

Dentre as principais escolas de análise de investimento em mercado de capitais, ganham destaque aquelas conhecidas por fundamentalista e grafista, cuja comparação é hábil a esclarecer a diversidade em relação aos interesses e objetivos de cada investidor.

A primeira, clássica, privilegia investimentos de longo prazo, nos quais há, inclusive, uma maior preocupação com o controle e com o dia-a-dia da companhia. No contexto da análise fundamentalista, ganham destaque as perspectivas futuras de lucratividade, balanços contábeis, inovação de produtos e etc., havendo uma maior preocupação com a rentabilidade e crescimento sustentável do negócio.<sup>99</sup>

Já a segunda, também conhecida por grafista, se sustenta principalmente em pressupostos matemáticos vinculados a indicadores históricos e tendenciais, a partir dos quais, com a utilização de técnicas gráficas,<sup>100</sup> é possível identificar

---

<sup>99</sup> Conforme ensinam Carlos Alberto Debastiani e Felipe Augusto Russo (2008; p. 14-15): “Em oposição à Escola Técnica – linha de pensamento que foca seus esforços sobre o mercado –, a Escola Fundamentalista vê o mercado de ações (e a valorização ou de seus ativos) como o resultado da atividade econômica desenvolvida por uma empresa. Sob o ponto de vista do pensamento fundamentalista, uma ação tornar-se-á interessante e será valorizada pelo mercado se a empresa – da qual ela representa uma pequena fração – também apresentar boas perspectivas com relação ao futuro”.

<sup>100</sup> Neste sentido, sobre a origem da análise técnica, Eduardo Matsura (2007, p. 1) narra que “no início do século XX, Charler Dow estudou o histórico de índices, que refletiam o comportamento médio diários das Bolsas. Ele observou que o mercado não é aleatório, que há uma lógica nos seus movimentos; e constatou que ele se move

perspectivas de ganho em operações de compra e venda de valores mobiliários. Não há, portanto, maiores preocupações em relação a riscos operacionais ou de sustentabilidade da atividade econômica, sendo o principal foco da análise técnica a lucratividade no curto e médio prazo.<sup>101</sup>

Enquanto o investidor adepto da análise fundamentalista assume um papel importante de investidor de longo prazo, impulsionando companhias de elevado potencial operacional, aqueles adeptos da análise gráfica oferecem, sobretudo, liquidez ao mercado de capitais.

Nesta direção, e levando-se em consideração a existência de perfis diversos de investidores, de antemão é possível perceber que a divulgação de informações falsas ou a omissão de fatos relevantes tende a produzir impactos distintos para cada um destes perfis.

Para uns, efetivamente há a necessidade de investigação da saúde operacional e financeira da companhia, o que demanda análise das informações disponíveis no mercado. Para outros, tais qualificações são menos relevantes diante de perspectivas tendenciais que sequer precisam estar vinculadas à específica companhia em questão, abrangendo expectativas gerais de mercado ou de determinado ramos de atuação empresarial. Como se sabe, é comum, inclusive, o uso de travas automáticas, baseadas em fórmulas matemáticas, para a compra e venda de valores mobiliários independentemente da atuação pessoal do investidor (MATSURA, 2007, p. 107-119).

Neste sentido, em *Halliburton II*, a Suprema Corte reconheceu que a defesa poderia afastar a presunção de “*reliance*” para aqueles investidores que não tivessem realizado suas operações com base nas informações disponíveis sobre a companhia, tal como corriqueiramente o fazem aqueles que operam com suporte em análises gráficas.<sup>102</sup>

---

segundo tendências. Elas podem ser identificadas por meio de gráficos, que contêm toda a informação relevante”.

<sup>101</sup> Considerando que a “análise técnica está baseada em alguns princípios, que formam a base conceitual para o desenvolvimento de uma grande variedade de técnicas ou estudos”, Eduardo Matsura enfatiza que “não é importante saber POR QUE os preços se movem em uma determinada direção; (...) o importante é conhecer COMO os preços se movem, pois o que importa mesmo é saber quando comprar ou vender, sem precisar entender o motivo da alta ou da baixa”, ressaltando ainda que “embora os preços oscilem, eles caminham segundo uma tendência”, uma vez que “o comportamento da massa acompanha determinados padrões que se repetem ao longo do tempo (...) a história se repete, com pequenas diferenças, mas com padrões gráficos recorrentes”. In: (2007, p. 02-04).

<sup>102</sup> Peritos podem analisar as operações de alguns dos membros da classe para demonstrar que seus históricos de negociações (...) estariam sujeitos a defesas únicas. Por exemplo, se um membro da classe tem perseguido uma

Contudo, e diante da possibilidade de que as presunções de “*reliance*” não mais abarcassem “*value investors*”, “*day traders*”, “*volatility arbitragers*”, e etc., a Suprema Corte fez constar na decisão de *Halliburton II* a ressalva de que a inclusão de apenas alguns membros da classe nestas definições não afastaria a predominância da questão comum sobre as individuais.

A despeito da Suprema Corte não ter enfrentado em *Halliburton II* um contexto no qual a incidência de investidores com este perfil “*grafista*” ultrapassasse mais do que membros ocasionais (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][iii][C]), é possível aferir uma orientação no sentido de que a concentração de investidores do gênero em uma classe pode comprometer a incidência das presunções de *Basic* e *Affiliated Ute*, na mesma linha do que ocorreu em *IPO*, acima analisado.

Neste sentido, a doutrina de Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic §3.05[2][b][iii][C]):

Uma ação coletiva proposta com base em um grupo no qual incontáveis investidores são “*day traders*”, “*program traders*”, investidores de alta rotatividade, ou outros que não tomam suas decisões com base na integridade do mercado seriam passíveis de investigações individuais sobre “*reliance*” não deveria ser certificada. Os réus que pudessem demonstrar que compradores e vendedores estariam fragmentados neste sentido, e em larga escala, poderiam fazer prevalecer sua tese na fase de certificação, apesar da linguagem descuidada utilizada pela Suprema Corte no caso *Halliburton II*.<sup>103</sup>

Portanto, apesar de determinadas características subjetivas, como ciência prévia da fraude ou perfil de análise para investimento, serem hábeis a afastar a incidência individual das presunções de “*reliance*”, tais peculiaridades somente tornar-se-ão prejudiciais para a certificação da *securities class action* quando

---

estratégia em “*hedging*”, uma análise de suas negociações pode demonstrar que o autor, em verdade, não sofreu qualquer prejuízo. Alternativamente, um “*day trader*” que frequentemente compra e vende para se capitalizar em meio a reduzidas variações no movimento dos preços, pode não ser apto para a presunção de “*reliance*” porque não estaria tomando sua decisão com base na integridade do preço de mercado, mas apenas na sua direção temporária, momentânea. Tradução livre de: “*Experts can analyze the trades of the named plaintiffs to show that their trading histories (...) subject to unique defenses. For example, if a named plaintiff has pursued a hedging strategy, an analysis of those trades may show that the plaintiff did not actually suffer a loss at all. Alternatively, a day trader, who frequently buys and sells to capitalize on extremely short term price movements, may not be entitled to a presumption of reliance, because he or she did not rely on the integrity of the market price, but rather solely on its temporary direction – on momentum*”. In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.11[5]).

<sup>103</sup> Tradução livre de: “*A purported class in which countless traders are Day traders, program traders, high frequency traders, or others who do not rely on market integrity would be overwhelmed with individualized reliance inquiries and should not be certified. Defendants who can show buyers and sellers to be fragmented in this way on a large scale may be able to prevail at the certification stage despite the Court’s careless language in Halliburton II*”.

estiverem amplamente difundidas pela classe, tornando inviável, inclusive, a redefinição da classe.<sup>104</sup>

Feitas estas considerações sobre o vínculo entre o ilícito e a conduta do investidor em realizar a operação com os valores mobiliários em questão, há que se investigar adiante como a apuração da relação entre o ilícito e o prejuízo sofrido pelo investidor interfere nas questões atinentes à predominância das questões comuns sobre as individuais.

#### 4.1.2 Da *loss causation* e da quantificação do dano

Além do vínculo entre a ocorrência do ilícito e a realização da operação de compra e venda dos valores mobiliários (*reliance*), a responsabilização daqueles que perpetraram a fraude depende da demonstração da ocorrência e extensão dos prejuízos sofridos pelos investidores (*loss causation* e quantificação do dano).

Neste sentido, em *Dura Pharms, Inc. v. Broudo* (2005), a Suprema Corte sustentou que “*um demandante privado que alega a ocorrência de uma fraude no mercado de capitais deve provar que esta fraude promovida pelos réus lhe causou um prejuízo econômico*”,<sup>105</sup> sendo necessário apurar qual seria o preço dos valores mobiliários se não houvesse ocorrido a falsa declaração ou a omissão de fatos relevantes, bem como o prejuízo daí decorrente (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][v][c]).

Esta questão suscitou intensa controvérsia no que diz respeito à predominância de questões individuais sobre as comuns nas *securities class actions*. Em razão dos prejuízos estarem vinculados ao momento específico da compra e venda dos valores mobiliários pelos investidores, portanto, seria necessária uma investigação individual para sua apuração.

---

<sup>104</sup> Conforme assevera André Vasconcelos Roque (2013, p. 263-264), ao tratar da criação de subclasses nos termos da Federal Rule 23(c)(5): “A técnica será apropriada sempre que a situação de parte dos integrantes de uma coletividade requerer diferentes representantes ou advogados. Esta necessidade de separação da classe original em grupos menores pode decorrer de diversos fatores, tais como: conflitos de interesses internos ao próprio grupo, aplicação de leis estaduais diferentes em class actions de âmbito interestadual ou nacional, diversidade de situações jurídicas de direito material entre os membros da classe, entre outras circunstâncias. (...) A criação de subclasses atua como uma efetiva técnica para evitar a extinção de ações coletivas nestes casos. Cada um dos subgrupos formados terá seus próprios representantes e advogados, que atuarão em juízo na defesa dos interesses do subgrupo que representam”.

<sup>105</sup> Tradução livre de: “*a private plaintiff who claims securities fraud must prove that the defendant’s fraud caused an economic loss*”.

Neste sentido, e tal como destacado pela Suprema Corte em *Dura Pharms*, quanto maior fosse o período de perpetuação da fraude, maior seria a potencial interferência de fatores alheios ao ilícito sobre o preço dos valores mobiliários atingidos, ampliando a relevância de questões individualizadas e pontuais para a apuração dos prejuízos.

Nesta direção, por vários anos, e em diversos Tribunais de Apelação (Circuitos), acabou por prevalecer o entendimento de que, quando investigações individuais fossem necessárias para apurar a existência e o valor dos prejuízos sofridos em razão do ilícito, o requisito da predominância não seria atendido.

No Tribunal de Apelação do Terceiro Circuito, em decisão proferida ainda em 2001 (anterior, portanto ao julgamento de *Dura*, ocorrido em 2005), a certificação da classe foi negada porque a identificação dos prejuízos dependeria do exame de milhões de operações, o que tornaria inatingível a predominância da questão comum (*Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*).<sup>106</sup>

Na mesma direção, no caso *Flag Telecom Holdings, Ltd. Sec. Litigation* (2009), o Tribunal de Apelação do Segundo Circuito ressaltou que a necessidade de verificação de questões individuais para a apuração dos prejuízos sofridos poderia levar a um estreitamento da definição de classe, justamente para afastar ou padronizar em grupos a análise destas peculiaridades (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][v][c]).

Neste contexto, ainda, há que se destacar a decisão proferida pela Suprema Corte no caso *Comcast Corp. v Behrend*, de 2013. A despeito de envolver matéria *anti-trust*, e não fraudes ao mercado de capitais, o caso *Comcast* tornou-se relevante nesta área porque a Suprema Corte negou sua certificação pela falta de

---

<sup>106</sup> No caso *Newton v. Merrill Lynch* (...), a classe delimitada na ação coletiva era composta de clientes de várias corretoras, e trazia como alegação no processo que os corretores violaram o dever de obter o melhor preço de negociação. Os demandantes alegaram que os corretores estavam obtendo os melhores preços para si mesmos, usando determinadas plataformas de negociação, quando eles poderiam ter usado as mesmas plataformas de negociação para ter conseguido melhores negócios para seus clientes, tal como para si próprios. Os assistentes técnicos da defesa analisaram uma amostra dos negócios feitos em nome dos demandantes componentes da classe e descobriram que apenas uma das doze negociações claramente demonstra uma melhor avaliação do preço. Esta conclusão convenceu o órgão jurisdicional de que seria impossível demonstrar os danos de uma forma geral para toda a classe. Tradução livre de: “*In Newton v. Merrill Lynch (...), a proposed class made up of customers of several brokerages brought suit claiming that the brokers violated their duty to get the best price for trade. (...) Plaintiffs alleged that brokers were getting better prices for themselves by using certain trading platforms, when they could have used the same trading platforms to get better deals for the customers as well. (...) Defense experts analyzed a sample of the trades made on behalf of the named plaintiffs, and found that only one out of twelve trades clearly showed a better available price.(...) This finding convinced the court that it would be impossible to prove loss on a class-wide basis*”. In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.11[4][c]).



análise, por parte da Corte distrital, sobre o potencial que a classe teria de adequadamente demonstrar a ocorrência de danos com base em um padrão comum para todos os seus membros (BERGER; GRAZIANO; et. al., 2015, topic §1.01[1][c][iv]).

A questão trazida em *Comcast* pela Suprema Corte, por não ter sido suscitada diretamente em *Dura*, de 2005, e mesmo em *Halliburton II*, de 2014, vem sendo levantada corriqueiramente pelos réus como motivo impeditivo da certificação de *securities class actions* que envolvam complexas teorias de quantificação de dano (BERGER; GRAZIANO; et. al. 2015, topic §1.01[1][c][iv]). Como consequência de sua popularidade, os Tribunais de Apelação (Circuitos) têm sido obrigados a se manifestar sobre a questão:

Desde *Comcast*, os Tribunais de Apelação federais têm reconhecido que a necessidade por determinações individuais dos danos pode impedir a certificação quando estas determinações superassem a questão comum. Neste sentido, o caso *Catholic Health Care West v. US Foodserv.* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2013), o caso envolvendo a Rail Freight Fuel Surcharge Antitrust Litigation (Circuito de Columbia – Washington, 2013). Mas muitos tribunais têm também sustentado que a necessidade de algumas apurações individuais de danos, sozinha, não afastaria, de toda sorte, a certificação da classe. Ver, por exemplo, *Sykes v. Mel S. Harris & Assocs. LLC* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2015); *Dow Chem Co. v. Seegott Holding, Inc.* (10<sup>th</sup> Circuit, 2014); no caso *IKO Roofing Shingle Products Liability Litigation* (7<sup>th</sup> Circuit, 2014); no caso *Deepwater Horizon* (5<sup>th</sup> Circuit, 2014); *Leyva v. Medline Ind.* (9<sup>th</sup> Circuit, 2013). Além disso, alguns tribunais entenderam que *Comcast* restringiria a certificação da classe apenas para fins de identificação da responsabilidade dos réus quando houvesse a necessidade de investigação individual de danos. Neste sentido, *Glazer v. Whirlpool Corp* (6<sup>th</sup> Circuit, 2013) “onde a apuração de responsabilidade civil e de danos tem sido bifurcada, (...) a decisão em *Comcast* (para rejeitar a certificação da classe que pretende a declaração de responsabilidade civil e apuração de danos em razão da incapacidade da parte autora em estabelecer que os danos poderiam ser mensurados de uma forma ampla para a classe) tem uma aplicação limitada”.<sup>107</sup>

<sup>107</sup> Tradução livre de: “Since *Comcast*, federal courts of appeals have recognized that a need for individualized damages determinations can prevent class certification when those determinations would overwhelm common issues. See, e.g., *Catholic Health Care West v. US Foodserv.* (In re US FoodServ. Pricing Litig.), 729 F.3d 108, 123 n. 8 (2nd Circuit, 2013); in re Rail Freight Fuel Surcharge Antitrust Litig.-Mdl No, 1869, 725, F.3d, 244, 253 (D.C. Circuit, 2013). But several courts have also held that a need for some individual damages determinations, alone, does not invariably defeat class certification. See, e.g., *Sykes v. Mel S. Harris & Assocs. LLC*, 780, F.3d 70, 81-82 (2nd Circuit); *Dow Chem Co. v. Seegott Holdings, Inc.* (In re Urethane Antitrust Litig.), 768 F.3d 1245, 1255 (10th Cir. 2014); In re *IKO Roofing Shingle Prods. Liability Litigation*, 757 F.3d 599 (7th Circuit 2014); In re *Deepwater Horizon*, 739 F.3d 790, 815 (5th Circuit 2014); *Leyva v. Medline Indus.*, 716 F.3d 510, 513-14 (9th Circuit 2013). In addition, some courts have distinguished *Comcast* as limited to the certification of a liability and damages class in approving liability-only classes despite a need for individual damages inquiries. See, e.g., *Glazer v. Whirlpool Corp.* (In re Whirlpool Corp. Front-Loading Washer Prods. Liability Litigation), 722 F.3d 838, 860 (6th Circuit 2013) (Where determinations on liability and damages have been bifurcated, ... the decision in *Comcast* – to reject certification of a liability and damages class because plaintiffs failed to establish that damages could be measured on a class-wide basis – has limited application)”. In: SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][v][ff].

Por todo o exposto, a despeito do julgamento de *Comcast* ter ensejado controvérsia sobre a extensão do raciocínio ali colocado, é possível identificar a consolidação de um novo obstáculo para a certificação das ações coletivas: nas ações coletivas em que a apuração de danos seja excessivamente complexa, há uma tendência de que as questões individuais venham a predominar sobre as comuns (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.05[2][b][v][f]).

Deste modo, partindo-se do pressuposto de que o aumento na complexidade da apuração de danos amplia o risco de prevalência das questões individuais sobre as comuns, se faz necessário investigar quais os desafios e possíveis respostas para a mitigação desta complexificação.

#### 4.1.2.1 Da delimitação da indenização

Adam Hakki e Stuart Baskin (2015, topic §4.01) demonstram, por meio de um exemplo, que a *“aritmética das securities class actions pode ser simples e brutal”*:

Se uma companhia com capitalização de mercado de \$10 bilhões de dólares sofre uma redução de 10% (dez por cento) sobre este valor em razão de notícias ruins, o marco inicial para muitos investidores lesados será pleitear 1 bilhão em danos potenciais. Quando se leva em consideração ainda que, tal como em maio de 2015, aproximadamente 202 companhias americanas tinham uma capitalização de mercado de mais de 25 bilhões de dólares, é fácil entender como os danos potenciais podem alcançar proporções vertiginosas.<sup>108</sup>

Por outro lado, a despeito deste elevado potencial indenizatório, a soma das quantias pagas aos investidores lesados raramente se aproxima do valor total de danos gerados pelo ilícito (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.01).

E isto, conforme ressaltado por Adam Hakki e Stuart Baskin na sequência, decorre em grande medida da dificuldade dos investidores em demonstrar qual a extensão dos prejuízos por si sofridos em razão do ilícito. Aliás, é justamente esta dificuldade que a defesa costuma explorar durante o transcorrer das *securities class actions*, e não apenas para reduzir o *quantum* indenizatório, mas também para afastar, inclusive, a predominância da questão comum sobre as individuais.

Este debate, que envolve intensa participação de cálculos econômétricos e conceitos estatísticos, aproxima advogados e economistas na tentativa de

<sup>108</sup> Tradução livre: “If a company with a market capitalization of \$10 billion loses ten percent of its value on bad news, the starting point for many plaintiffs will be alleged damages of \$1 billion. When one considers that, as of May 2015, approximately 202 American companies had a market capitalization of more than \$25 billion, it is easy to see how damages allegations can reach dizzying heights”.

esclarecer a dimensão dos prejuízos sofridos pelos investidores (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.01), surgindo a controvérsia já na definição do que seriam os “prejuízos reais” (*actual damages*) sofridos pelos investidores.<sup>109</sup>

Neste contexto, diante da plasticidade do conceito de “prejuízos reais”, os critérios para sua limitação foram sendo construídos ao longo do tempo, destacando-se nesta caminhada as regras trazidas no PSLRA e a jurisprudência da Suprema Corte.

Segundo o PSLRA, a indenização devida pela ocorrência de fraude no mercado de capitais está adstrita às perdas efetivamente causadas pelo ilícito, e não por outras condições externas a este evento, sendo também dos investidores o ônus de comprovar estes danos.

Contudo, ainda mais relevante é a previsão no PSLRA do assim denominado “*ninety-day look-back*”, dispositivo que estabelece o prazo de noventa dias após o desvelar do ilícito para que o investidor retorne ao *status quo* anterior à operação atingida (compra ou venda do valor mobiliário). Do contrário, se o investidor não proceder deste modo, a indenização devida por cada valor mobiliário ficaria limitada à diferença entre o seu preço na data da operação atingida e a média do preço de comercialização do nonagésimo dia após o “*disclosure*” (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[1][b]).

Sobre o instituto do “*ninety-day look-back*”, é importante verificar que para os investidores que realizarem a operação reversa dentro do período de 90 (noventa) dias, a indenização por valor mobiliário fica limitada à diferença entre o preço realizado na operação atingida e a média entre o seu preço no momento imediatamente anterior ao “*disclosure*” e o preço na data da operação reversa (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[1][b]). Desta forma, portanto, a indenização tenderia a ser maior na medida em que a operação transversa fosse realizada o mais breve possível após o “*disclosure*”, presumindo-se que o maior impacto no preço do valor mobiliário ocorre justamente após este momento.

Estas regras delimitadoras representam importantes simplificações para a liquidação de danos individuais, seja porque limitam o *class period* (conforme será

---

<sup>109</sup> A indenização nas *securities class actions* ajuizadas com base na Regra 10b-5 não pode exceder aos “prejuízos reais” (*actual damages*) sofridos pelos investidores. Esta definição, trazida pela Seção 28(a) do *Securities Exchange Act*, se aplica a esta espécie de *securities class actions* ante a inexistência de disposição específica tanto na Seção 10(b) do *Securities Exchange Act* como na própria Regra 10b-5 da SEC.

mais bem analisado no próximo tópico), seja porque restringem conceitos abertos. A título de exemplo, a partir da definição de “prejuízos reais” trazida pelo conjunto normativo, é possível aferir, de antemão, o impedimento para a incorporação de danos punitivos ao pedido indenizatório formulado nas *securities class actions*, retirando do debate uma variável relevante (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[4]); (KARP; BUERGEL, 2015, topic §5.05[1][d]).

Neste sentido, inclusive, há que se destacar a ratificação feita pela Suprema Corte, em *Dura* (2005), do critério trazido pelo PSLRA sobre a limitação do pedido indenizatório àquelas perdas que efetivamente estivessem vinculadas ao ato ilícito e não a outras condições de mercado. A interferência sobre o preço dos valores mobiliários criada pelas condições gerais da economia, ou por expectativas específicas do ramo de negócios da companhia em questão, ou ainda por qualquer outro evento não relacionado ao ilícito, deve ser desconsiderada para fins indenizatórios. Do contrário, segundo a Suprema Corte, as *securities class actions* acabariam por se tornar verdadeiras “apólices de seguro” para o risco do investidor (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[1][c]).

Cabe aos investidores o ônus de identificar a participação dos fenômenos mercadológicos sobre o preço dos valores mobiliários, discriminando a extensão destas alterações dentro do contexto das ilicitudes praticadas pela companhia emissora (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[1][c]).

Considerando-se o entendimento da Suprema Corte em *Comcast*, para que seja mantida a predominância das questões comuns sobre as individuais, os investidores devem demonstrar a existência de padrões para o cálculo indenizatório. De toda sorte, caso não seja viável a fixação de parâmetros comuns para toda a classe, estes devem ser suficientemente homogêneos para permitir a criação de subclasses, afastando a necessidade de eventuais investigações individuais.

A partir da identificação destas padronizações e do julgamento das questões controvertidas incidentes sobre estes critérios, a liquidação individual dos danos torna-se mais simples, podendo ser apurada, inclusive, de forma administrativa.<sup>110</sup>

---

<sup>110</sup> Conforme destaca André Vasconcelos Roque (2013, p. 459-460): “A prova por amostragem ou estatística se destina a apurar coletivamente os danos, mas as indenizações deverão depois ser de, alguma forma, distribuídas individualmente. Em certos casos, poderá ser dispensada qualquer atividade dos integrantes do grupo, quando o réu possuir em seus registros seus nomes e endereços (...) será muito simples determinar ao réu que efetue os depósitos diretamente nas contas cadastradas para débito automático ou que envie cheques nominais no valor da indenização individual junto com as contas mensais de telefone ou luz para os que não tiverem contas bancárias

#### 4.1.2.2 A delimitação do *class period* para “multiple disclosures”

Conforme assinalam Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic §3.09[2][a]) “nas demandas que envolvem fraude no mercado de capitais, o ‘*class period*’ começa com a primeira omissão ou divulgação de informações falsas e se encerra quando a informação verdadeira é efetivamente disseminada para o mercado”.<sup>111</sup> Assim, a delimitação deste período torna-se imprescindível para que não sejam incluídos indevidamente na *securities class action* aqueles investidores que realizaram suas operações fora destes termos.

Neste sentido, com a fixação destes limites, à primeira vista parece que não haveria maiores problemas para a definição dos investidores sujeitos ou não à classe atingida. Contudo, diante da realidade complexa do mercado de capitais, a aparente simplicidade desfalece.

Quando a companhia emissora emite relatórios sequenciados nos quais, em cada um, há o desvelamento parcial da fraude, as condições existentes ao tempo de cada uma das operações realizadas pelos investidores se alteram, a depender do intervalo entre a divulgação de um relatório e outro.

Portanto, além dos desafios para a identificação do momento exato do desvelamento da informação verdadeira, comuns à identificação da “*reliance*” e, por isso, já suscitados no tópico 4.1.1,<sup>112</sup> os assim chamados “multiple disclosures”

---

regularmente cadastradas. Nem sempre, todavia, o réu terá os registros com nome e endereço de seus clientes. Nesse caso, é preciso estabelecer uma forma de distribuição individualizada, que deverá ser menos onerosa que um julgamento individual, pois, caso contrário, não faria sentido nenhum a utilização de provas por amostragem ou estatísticas. É bastante comum que se estabeleçam procedimentos quase administrativos, em que o membro do grupo apresenta um formulário preenchido, acompanhado ou não de documentos, que será avaliado por assessores especiais indicados pelo juiz (*special masters ou magistrates*) ou por um comitê de administração do fundo coletivo de indenização, geralmente formado por advogados ou especialistas indicados pelas partes formais do processo coletivo ou pelo juiz. A vantagem desse procedimento administrativo para a distribuição dos danos é que o integrante do grupo que desejar reclamar sua indenização individual não terá que contratar um advogado e as despesas necessárias para ingressar na ação serão mínimas, incentivando que até pretensões de pequeno valor sejam reclamadas. Na prática, é frequente que os acordos coletivos prevejam procedimentos dessa natureza. Em caso de composição amigável, como as partes estarão de acordo, o réu não apresentará objeções a este tipo de procedimento, nem alegará ter sido privado do devido processo legal ou do direito ao júri popular”.

<sup>111</sup> Tradução livre de: “*in securities fraud suit the class period begins with the first material misrepresentation or omission and ends when the curative information is effectively disseminated to the market*”.

<sup>112</sup> Os tribunais frequentemente excluem da classe de investidores aqueles que compraram valores mobiliários depois da divulgação pública das informações reveladoras da fraude. No caso CMS Energy (2006 - Corte distrital de Michigan oriental): “encerrou o ‘*class period*’ na data do ajuizamento da primeira demanda por fraudeno mercado mobiliário, uma vez que após esta data as compras poderiam marscarar compras interessadas na demanda judicial”. Em ORFA (1987 – Corte distrital de New Jersey): “encerrando o ‘*class period*’ na data de publicação do artigo de Barron’s no qual se alegou ‘que as informações disponíveis seriam contraditórias com os relatórios e informações divulgadas no passado pelos réus’, a partir de quando o preço dos valores mobiliários caiu cerca de 50%”. No caso LTV (Corte distrital do norte do Texas): “encerrou o ‘*class period*’ na data em que

fomentam ainda o debate sobre a possibilidade de predominância das questões comuns. Afinal, os desvelamentos parciais criam alterações contextuais específicas nos intervalos entre si, particularizando elementos necessários para a mensuração dos danos individuais.

Supondo a ocorrência de 05 (cinco) “*disclosures*” parciais até o desvelamento total da fraude, aquele que investir ao tempo do segundo “*disclosure*” será mais atingido pela fraude do que aquele que o fizer após o terceiro “*disclosure*”, o qual, por sua vez, será mais impactado pelo ilícito do que o investidor que vier a operar depois do quarto “*disclosure*”. (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.09[2][c]).

Diante desta situação, potencialmente impeditiva para a certificação da classe nos casos que envolvessem desvelamentos parciais da fraude ocorrida no mercado de capitais, muitos tribunais optaram por resolvê-la através da redefinição de classe, certificando subclasses dentro da *securities class actions*:

Os Tribunais têm tentado superar tais distinções entre os membros da classe pela certificação de subclasses sob a *Federal Rule 23(c)(5)*. Como nos casos *Ohman v. Kahn* (*Southern District of New York*, 1990); *Klein v. A.g. Becker Paribas, Inc.* (*Southern District of New York*, 1986). Mas em razão da necessidade de cada subclasse atender aos requerimentos da *Federal Rule 23*, isto cria uma oportunidade para os réus excluir categorias inteiras de investidores da classe. Como no caso *Colozzi v. St. Joseph's Hospital Health Central* (*Southern District of New York*, 2011), no qual houve a aprovação da certificação para três subclasses e a negando para as outras duas subclasses. Em *Levine v. American Export Industries, Inc.* (*Southern District of New York*, 1976), dividiu-se a classe originalmente proposta em quatro subclasses baseadas na data de compra, negando a certificação para duas subclasses.<sup>113</sup>

---

os réus requisitaram a suspensão na negociação de valores mobiliários e reportaram que ajustes contábeis no valor de seu patrimônio poderiam ter um ‘impacto adverso relevante’ nos seus resultados”. Esses investidores estariam cientes das informações reveladoras da fraude, não sendo razoável aceitar que seria possível que estes investidores tivessem tomado por base as informações fraudulentas para a aquisição de valores mobiliários, conforme se decidiu no caso *Data Access Sys. Sec. Litigation* (Distrito de New Jersey - 1986). Tradução livre de: “*Courts frequently exclude from the class investors who purchased the defendant's stock after the public release of information revealing the alleged fraud. E.g., In re CMS Energy Sec. Litig., 236 F.R.D. 338, 342 (E.D.Mich. 2006) (ending class period on date first securities fraud suit was filed because later purchases “could be disguised purchases of a lawsuit”); In re ORFA Sec. Litig., 654 F. Supp. 1449, 1464-65 (D.N.J 1987) (ending class period on date of Barron's article alleging “information contradictory to [defendant's] past press releases and reports”, where defendant's stock price dropped nearly 50% on date of publication); In re LTV Sec. Litig., 88 F.R.D. 134, 147-48 (N.D. Tex. 1980) (ending class period on date defendant requested suspension of trading and reported that adjustments to inventory value would have “materially adverse impact” on its results). Such investors are charged with knowledge of the curative information and thus cannot reasonably have relied on the purported fraud in purchasing the defendant's stock. In re Data Access Sys. Sec. Litig., 103 F.R.D. 130, 143 (D.N.J 1984)*”. In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.09[2][b]).

<sup>113</sup> Tradução livre de: “*Courts have attempted to resolve such distinctions among class members by certifying subclasses under Rule 23(c)(5). E.g. Ohman v. Kahn, (...) (S.D.N.Y. June 23, 1990); Klein v. A.g. Becker Paribas, Inc. (...) (S.D.N.Y. 1986). But because the Rule 23 requirements must be satisfied as to each subclass, this creates an opportunity for defendants to excise entire categories of investors from the class. E.g., Colozzi v.*

Contudo, apesar de pertinente a solução para homogeneizar os critérios a serem utilizados para liquidação dos danos de determinados grupos de indivíduos, há que se ressaltar a insuficiência desta resposta quando os atos de desvelamento parcial forem tantos que, após a divisão em subclasses, tais grupos sejam excessivamente numerosos e pequenos, tal como alerta André Vasconcelos Roque (2013, p. 265-266):

Cada uma das subclasses formadas, por expressa disposição da Regra 23(c)(5), deve cumprir separadamente todos os requisitos de admissibilidade previstos na subseção (a) e se subsumir a pelo menos uma das categorias relacionadas na alínea (b). A exigência de cunho formal pode trazer problemas: os subgrupos podem, por exemplo, ser tão pequenos que não serão capazes sozinhos de satisfazer o requisito da impraticabilidade do litisconsórcio previsto na subseção (a)(1). Imagine-se, por exemplo, uma classe original de 300 membros que acaba sendo dividida em duas subclasses de 195 e 5 pessoas. Dificilmente a segunda subclasse sobreviveria a um novo exame de numerosidade. (...) Embora a técnica tenha por objetivo permitir a administração de ações coletivas mais complexas em decorrência da situação diferenciada de alguns membros da classe, a criação excessiva de subgrupos pode complicar ainda mais o processamento da *class actions*. Múltiplas subclasses podem acarretar confusões, conflitos entre os grupos formados, seus representantes e advogados, bem como tornar necessária uma supervisão judicial mais rígida.

A despeito dos obstáculos à criação de subclasses de tamanho reduzido, André Vasconcelos Roque ressalta que os tribunais têm proferido decisões que atenuam esta problemática:

Confrontadas com estas questões, algumas cortes têm excluído os membros da subclasse menor do processo, admitido a sua manutenção por razões de conveniência e economia processual ou até mesmo se valido de outras soluções heterogêneas, como permitir excepcionalmente o direito de auto-exclusão em hipóteses em que normalmente não seria permitido pela Regra 23, com o objetivo de aliviar conflitos de interesses da coletividade que ensejariam a formação das subclasses.

No julgamento do caso *American Timber & Trading Co. v. First National Bank of Oregon* (1982), a Corte de Apelações do 9º Circuito enfrentou a questão detidamente e concluiu que, se a formação de subclasses decorrer de antagonismo entre os membros da coletividade, cada uma delas deverá preencher separadamente os requisitos gerais de admissibilidade previstos na Regra 23. Caso, no entanto, a divisão tenha sido determinada pelo juiz apenas para facilitar o processamento da *class action*, então as subclasses não precisam observar rigorosamente as exigências legais porque, na verdade, todas as pessoas compõem também um grupo maior. Na hipótese, a corte distrital havia determinado a formação de uma subclasse com 21 clientes de um banco, cujas taxas de juros cobradas e causa de pedir na ação eram diferenciadas do resto da classe. Como não havia conflito de

---

*St. Joseph's Hosp. Health Ctr. (N.D.N.Y., 2011) (approving of three subclasses for proposed class and then denying certification for two subclasses); Levine v. American Export Industries, Inc. (S.D.N.Y., 1976) (dividing proposed class into four subclasses based on date of purchase and then denying certification as to two subclasses)”. In: (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.09[2][c])*

interesses entre os membros da classe original, a Corte de Apelações negou o pedido de decertificação da subclasse.

Neste sentido, apesar da redefinição de classe ser um instrumento relevante para viabilizar o processamento coletivo de demandas envolvendo “*multiple disclosures*”, há ainda certa controvérsia quando a sua utilização implica a criação de subclasses em número excessivo e compostas por poucos membros, indicando que a definição desta solução dependerá, em muito, das peculiaridades do caso concreto.

#### 4.1.2.3 *Dos critérios de apuração das perdas*

Inerentes ao processo de definição do *class period* e das subclasses, os modelos teóricos envolvidos na apuração de prejuízos são fundamentais para conciliar a liquidação individual da indenização com a predominância das questões comuns sobre as individuais.

A partir de sua utilização, é possível fixar, a despeito da ocorrência de alterações no preço em virtude de eventos alheios à ilicitude, critérios únicos que permitam a apuração individual da indenização devida a cada investidor. E isto, sem que seja necessária uma nova demanda judicial complexa, bastando para tanto um processo administrativo posterior ao julgamento.<sup>114</sup>

Contudo, preliminarmente à análise sobre a aplicabilidade destes modelos teóricos nas *securities class actions*, imprescindível revelar as premissas sobre as quais estão sustentados.

Tal como consolidado pela Suprema Corte em *Dura* e já destacado nos tópicos anteriores, os investidores devem demonstrar que o preço dos valores mobiliários se alterou em razão do ilícito, sendo possível o pleito de indenização apenas dessa diferença de preço promovida exclusivamente pelo ilícito, e não por outras forças de mercado (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[1][a]).

O investidor estaria submetido ao prejuízo equivalente à diferença entre o preço “inchado”,<sup>115</sup> pelo qual teria sido realizada a operação, e seu preço “real”, ou seja, desconsiderando-se a ocorrência do ilícito.

<sup>114</sup> Ver nota de rodapé 110.

<sup>115</sup> Apesar de ser corriqueiro o uso da expressão “*inflated*” na doutrina e também na jurisprudência estadunidense, entendo que a utilização eventual da expressão “inflada” ou “inflação” poderia ensejar confusão com o fenômeno característico da recomposição do valor de compra, razão pela qual adiro a alcunha “inchado” ou “inchaço”.



De acordo com o pressuposto do mercado eficiente, já suscitado nos tópicos atinentes à “*reliance*”, a falsa divulgação de informações positivas sobre a companhia reflete no aumento de preço de seus valores mobiliários, momento a partir do qual seus adquirentes passam a pagar um sobrevalor indevido, que deve ser indenizado.

Contudo, quando estas falsas informações positivas são divulgadas juntamente com verdadeiras informações positivas, fazendo o preço dos valores mobiliários de uma companhia, por exemplo, subir 50%, como apurar qual percentual exato seria devido especificamente ao ilícito?

A identificação de fatores alternativos, como a divulgação de um balanço contábil favorável, a divulgação de uma nova reserva de minério, a substituição do presidente da companhia, a venda de ativos, e etc., podem ser cruciais para que a companhia emissora consiga limitar o valor da indenização. Afinal, por ser mais complexa a aferição do valor do “inchaço” relacionado estritamente ao ilícito, torna-se mais complexa a superação do ônus imposto aos investidores em demonstrá-la, regra confirmada em *Halliburton II*, em referência a *Dura*.

Neste contexto, conforme destacam Adam Hakki e Stuart Baskin (2015, topic §4.03[1][a]), os investidores costumam se apoiar em duas linhas teóricas a fim de demonstrar a relação entre a conduta ilícita da companhia e o valor exato na alteração do preço dos papéis, superando este ônus imposto.

O método mais comum é apurar o valor da perda e a relação causal, intrinsicamente ligadas (uma vez que o segundo somente se comprova com a existência do primeiro em um mercado eficiente), por meio da alteração no preço dos valores mobiliários após o desvelamento da fraude. Desta forma, apesar da dificuldade encontrada para a apuração da exata medida do dano diante de outros fatores relevantes para o preço dos valores mobiliários, tal método permite que a informação cruzada entre a variação de preço na data do ilícito e na data do “*disclosure*” torne possível a verificação do exato dano causado pela fraude ou omissão.

Outra forma muito utilizada pelos investidores na tentativa de demonstrar este vínculo entre danos específicos e a conduta ilícita da companhia emissora é sustentar que as perdas não ocorrem apenas no momento do “*disclosure*”. Segundo este entendimento, desde antes do desvelamento ao público sobre os fatos por

detrás da fraude, o preço dos valores mobiliários já estaria em curso de “correção”. A verdade sobre o ilícito, à medida que fosse sendo difundida para investidores privilegiados, alteraria o preço dos valores mobiliários, ainda que de forma mais sutil do que após o “*disclosure*”.

A adoção deste modelo teórico, também conhecido por “*leakage theory*”, tem enfrentado certa resistência por parte dos tribunais estadunidenses. A principal objeção a si decorre da dificuldade em se conseguir demonstrar que as perdas anteriores ao “*disclosure*” seriam “*atribuíveis de alguma forma à revelação ao mercado de informações ocultas*”.<sup>116</sup> Como bem ressaltam Adam Hakki e Stuart Baskin (2015, topic §4.03[1][a]), ao comentar a recente decisão (2015) proferida pelo Tribunal de Apelação do Sétimo Circuito no caso *Glickenhau & Co.*:

Um Tribunal de Apelação federal recentemente sustentou que os réus teriam direito a um novo julgamento porque o “*leakage model*” utilizado pelo assistente técnico dos autores não ‘explicava em que medida determinadas informações, não relacionadas a ocorrência da fraude, tinham contribuído para o declínio no preço dos valores mobiliários da companhia’. Embora o assistente técnico dos autores tenha declarado que, de uma forma geral, informações não vinculadas à fraude não teriam impactado significativamente o preço dos valores mobiliários durante o suposto período de vazamentos (*leakage period*), o Tribunal sustentou que sua opinião era muito vaga para superar o ônus da parte autora em demonstrar a existência de prejuízos.<sup>117</sup>

De toda sorte, a despeito das dificuldades existentes para a demonstração de que eventuais alterações no preço dos valores mobiliários em momento anterior ao “*disclosure*” seriam fruto de vazamentos de informações, a adoção deste modelo torna-se interessante para ampliar a perspectiva indenizatória dos investidores. Em situações nas quais o preço dos valores mobiliários decai de forma gradual após a ocorrência do ilícito, mantendo-se suspeitamente estável após o “*disclosure*”, a ocorrência de danos torna-se comprovável somente por este método, ainda que seja necessário demonstrar a ocorrência de vazamentos (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[1][a]).

<sup>116</sup> Tradução livre de: “*attributable to some form of revelation to the market of the wrongfully concealed information*”, extraído de trecho da decisão proferida pela Corte distrital de *Southern District of New York*, no caso *WorldCom, Inc. Sec. Litigation* (2005), e que afastou a aplicação da “*leakage theory*” pela falta de demonstração de como a verdade dos fatos teria sido revelada.

<sup>117</sup> Tradução livre de: “*A federal appellate court recently held that the defendants were entitled to a new trial because the leakage model that the plaintiff’s expert used did not “account for the extent to which firm specific, nonfraud related information may have contributed to the decline in [the company’s] share price”. Even though the plaintiff’s expert testified generally that nonfraud related information did not significantly impact the company’s share price during the leakage period, the court held that this opinion was too conclusory to meet the plaintiff’s burden of proving loss causation*”.

Contudo, dando prosseguimento à análise do arcabouço teórico para quantificação de danos, nota-se que, após a apuração do quanto seria esse “inchaço” no preço do valor mobiliário, independentemente do modelo teórico adotado, passa a ser possível o tracejo de uma linha dinâmica capaz de refletir o preço “real” do valor mobiliário durante o *class period*, simplificando a apuração individual dos prejuízos de cada investidor.

Para tanto, são relevantes duas outras teorias: a “*back-casting*” theory, e a “*forward-casting*” theory.

Enquanto a primeira estabelece a apuração do preço “real” a partir do “*disclosure*”, fixando uma linha do tempo retroativa deste preço “real” durante o *class period*, a segunda fixa o preço “real” a partir da data do ilícito, traçando uma linha futura durante o *class period* (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[1][b]).

A distinção entre o método do “*back-casting*” e da “*forward-casting*” se caracteriza, sobretudo, pela potencialização da diferença entre os dois possíveis critérios a serem adotados para a elaboração da referida linha dinâmica durante o *class period*.

Para melhor explicar tal ponto, inafastável a análise dos dois principais critérios existentes para a elaboração das linhas dinâmicas a partir da apuração da diferença entre o preço “real” e o preço “inchado” dos valores mobiliários (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[2][c]).

Pelo critério do percentual constante, assume-se a diferença percentual entre o preço “inchado” e o preço “real” dos valores mobiliários como uma constante ao longo do *class period* (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[1][c]). Desta feita, com a adoção do método do “*back-casting*”, e considerando que logo em seguida ao “*disclosure*” o preço do valor mobiliário tenha sido reduzido de 30 para 15 dólares (redução de 50%), a apuração do preço “real” durante todo o *class period* passa a ser realizada a partir da redução em 50% do preço de operação. Portanto, a partir da combinação entre o critério do percentual constante e do método do “*back-casting*”, se um investidor adquiriu um dos valores mobiliários atingidos pelo ilícito por 40 dólares, chega-se a conclusão de que houve o pagamento de um sobrevalor no montante de 20 dólares.

Já em relação ao critério do “*constant dollar*”, a diferença nominal entre o preço “inchado” e o preço “real” é que seria uma constante extensível ao *class*

*period* (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[2][d]). Nestes casos, igualmente usando o método “*back-casting*”, e supondo também que após o “*disclosure*” o preço do valor mobiliário tenha sido reduzido de 30 para 15 dólares (redução de 15 dólares), é possível aferir que aquele investidor que pagou 40 dólares durante o *class period* teve um prejuízo de 15 dólares, uma vez que o preço “real” do valor mobiliário naquele momento seria de 25 dólares.

Evidente, portanto, que a escolha do critério de mensuração do inchaço, somado ao método de construção da linha dinâmica durante o *class period*, podem alterar significativamente o valor das indenizações.

Por esta razão, inclusive, há intenso debate sobre a preferência de um ou outro critério. Neste sentido, vale a transcrição do debate trazido por Adam Hakki e Stuart Baskin, primeiro acerca do critério do percentual constante, comentando a decisão no caso *Williams Sec. Litigation* (Corte distrital do norte de Oklahoma, 2007) (2015, topic. §4.03[2][e]):

Os defensores do método da percentagem constante argumentam que, como uma questão de teoria econômica, os mercados reagem em termos percentuais e não em termos de valores absolutos em dólar. Entretanto, outros observaram que, embora o método percentual tenha sentido econômico, ele não é compatível com a exigência de *Dura* para a qual apenas as reais perdas causadas pela suposta fraude no mercado de capitais podem ser recuperadas.

Considera-se para o exemplo que se pretende oferecer que o preço de um valor mobiliário da XYZ Co. ficou em \$100 após o anúncio da descoberta de petróleo, e que a companhia não possui outros ativos relevantes. Em outras palavras, praticamente todo seu valor é baseado nesta descoberta de petróleo.

Dando sequência ao exemplo, após uma grande explosão no local onde este petróleo havia sido descoberto, tornando impossível sua exploração, o preço do valor mobiliário cai para 1 dólar, momento no qual o investidor vende seu valor mobiliário. Três dias após sua venda, é anunciado que, na verdade, não havia sido descoberto petróleo e que toda a companhia era uma fraude. Com isso, o preço dos valores mobiliários então cai a 50 cents de dólar por papel.

Usando o método do percentual constante, o “inchaço” seria calculado em 50%, uma vez que seria o percentual da redução final de preço ocorrida após o “*disclosure*” (de \$1 para \$0,50). Se isto constitui a medida dos danos recuperáveis, então o autor teria direito a recuperar \$50, ou 50% de \$100, que foi o preço de compra do valor mobiliário. Contudo, se fosse utilizado o “Constant dollar method”, o autor teria direito a recuperar \$0,50, que seria o valor monetário reduzido após a revelação da fraude.

(...) a aplicabilidade do método percentual constante, em tais circunstâncias, é inconsistente com os padrões estabelecidos em *Dura*, segundo os quais o preço “inchado” da compra não pode servir, isoladamente, de parâmetro para a constituição ou aproximação dos prejuízos sofridos pelo investidor, uma vez que apenas as perdas causadas pela revelação das alegadas fraudes no mercado de capitais é que são recuperáveis.

Em nosso exemplo, quase a integralidade da redução do preço do valor mobiliário (\$99,50) foi causada pela explosão. Apenas uma pequena fração

(\$0,50) teria sido causada pela revelação que não havia nova descoberta de petróleo.

O cálculo de apuração de danos segundo uma base percentual permitiria ao investidor recuperar não apenas os prejuízos realmente causados pela revelação de que não havia descoberta de petróleo, mas também aqueles decorrentes da explosão.<sup>118</sup>

Em seguida, Adam Hakki e Stuart Baskin demonstram, por outro lado, que a aplicação estrita do “*constant dollar method*” também enseja distorções:

(...) assumindo que um investidor compre uma ação ordinária de uma companhia chamada Penny Stock Co. por \$1 depois da ocorrência de suposta fraude. O mercado como um todo, na sequência, vai muito bem e o preço desta ação da Penny Stock Co. alcança \$20, momento no qual a fraude é revelada e o preço cai para \$10. Considerando, para fins hipotéticos, que este preço tenha caído inteiramente em razão da revelação da alegada fraude, o investidor que comprou ações ordinárias da Penny Stock Co por \$1 deveria receber \$10 se fosse aplicado o “*constant dollar method*”, mesmo que o risco máximo de prejuízo fosse limitado ao próprio \$1 do preço de compra, ou a uma porção deste valor.

Do contrário, se o método do percentual constante fosse aplicado, entranto, o investidor que investiu \$1 teria direito a recuperar \$0,50, de acordo com a redução de 50% no declínio do preço causada pela revelação da alegação violação ao mercado de capitais.<sup>119</sup>

Desta forma, ante os possíveis excessos que podem vir a ocorrer pela utilização de um ou outro critério de mensuração das perdas, a depender do

<sup>118</sup> Tradução livre de: “*Proponents of the Constant percentage method argue that, as a matter of economic theory, the markets reacts to news in percentage rather than dollar terms. However, other observed that even though the percentage method may make economic sense, it cannot be squared with Dura’s requirement that only losses actually caused by the alleged securities violation are recoverable. (...) Assume that the price of the XYZ Co. stock is \$100 after the announced oil find and that XYZ Co. has no other assets of significance. In other words, nearly its entire value is based on the one oil discovery. Later, there is a massive explosion at the site of the oil find that makes it impossible drill for oil, the stock drops to \$1, and a plaintiff sells his or her shares. Three days after this sale, it is announced that in fact there was no oil Discovery at all and that the entire company was a fraud. The stock then drops to fifty cents per share. Using the constant percentage method, the amount of inflation would be calculated at 50%, which is the amount of the final drop after the alleged disclosure of the fraud (\$1 to \$0,50). If this constituted the measure of the recoverable loss, then the plaintiff would recover \$50, or 50% of the \$100 purchase price. Under the constant dollar method, the plaintiff would recover fifty cents, which would be the dollar amount of the decline after the fraud was revealed. (...) the applicability of the constant percentage method in such a circumstance as inconsistent with Dura’s holdings that an inflated purchase price will not itself constitute or proximately cause the relevant economic loss and that only losses caused by the revelation or materialization of the alleged securities violation are recoverable. In our example, almost the entire \$99.50 stock price drop was caused by the explosion. Only a small portion – fifty cents – was caused by revelation that there was no new oil find. Permitting recovery of losses caused by the explosion on a percentage basis would permit the investor to recover not just for the loss actually caused by the revelation that there was no new oil find, but also a portion of losses caused by the explosion.*”

<sup>119</sup> Tradução livre de: “*(...) assume that an investor purchases the common stock of a company called Penny Stock Co. for \$1 after alleged securities fraud was occurred. The market as a whole subsequently does very well, and the price of Penny Stock Co rises to \$20, at which point the alleged fraud is revealed and the price drops to \$10. Assuming for purposes of the hypothetical that this price drop is entirely attributable to the revelation of the alleged fraud, the investor who purchased shares of Penny Stock Co for \$1 would be able to recover \$ 10 if the constant dollar method applies, even though his or her out of pocket loss at most would have been a portion of the \$1 purchase price. If instead the Constant percentage method applied, however, the investor who brought for 1\$ would recover fifty cents based on the 50% price decline caused by the revelation of the alleged securities violation*”.

contexto no qual está inserida a *securities class actions*, costuma-se utilizar um limitador para o valor indenizatório, vinculado ao critério “*constant dollar*”. Aliás, como se verá adiante, justamente em razão deste limitador somente poder ser utilizado quando há a adoção do “*constant dollar*”, há um reforço na preferência de sua utilização como meio mais adequado a refletir a definição de “*actual damage*” sofrida pelo investidor, em consonância com *Dura*.

Portanto, para mitigar o risco de distorções como a citada por Adam Hakki e Stuart Baskin, no qual o valor da indenização seria equivalente a 10 vezes o que ele tinha efetivamente pago pelos valores mobiliários, bastaria que o valor das perdas individuais ficasse limitado ao preço “real” destes valores mobiliários no momento da ocorrência do ilícito (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[2][e]). Desta forma, a partir da identificação do valor nominal do “inchaço” no preço dos valores mobiliários no momento imediatamente posterior à fraude,<sup>120</sup> e não a partir da queda de preço após o *disclosure*, seria possível aferir seu preço “real” naquele instante, a partir de quando se construiria uma linha dinâmica que o fixaria durante todo o *class period*, considerando a utilização do método “*forward-casting*”.

Em outras palavras, o valor de indenização calculado a partir da utilização do método “*back-casting*” ficaria limitado pelo valor de indenização encontrado segundo o método “*forward-casting*”, ambos pelo critério do “*constant dollar*” e ambos apoiados por uma complexa preliminar vinculada ao que seria a efetiva perda em razão do ilícito, seja no momento posterior ao *disclosure*, seja após a ocorrência do ilícito.

#### **4.1.2.4 Compensação: FIFO e LIFO**

A despeito da possibilidade dos investidores enfretarem perdas quando adquirem valores mobiliários durante o “*class period*”, da mesma forma é possível auferir lucros formidáveis quando a compra é realizada antes da fraude e a sua venda ocorre após o “inchaço” de preços decorrentes da própria fraude (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[3][b]).

Neste sentido, um limitador importante para a apuração do valor devido aos investidores ocorre quando se realiza a compensação entre eventuais perdas e

---

<sup>120</sup> Exemplo que pressupõe a divulgação de falsas informações positivas sobre a companhia.

ganhos, de forma tal que o investidor que realiza operações frequentes de compra e venda não lucre com a fraude e também com a própria descoberta da fraude.

Desta forma, dois métodos são frequentemente utilizados para a compensação destes eventuais lucros e perdas decorrentes da fraude: o método *first in, first out* (“FIFO”), e método *last in, first out* (“LIFO”). É importante anotar, neste sentido, que ante a fungibilidade dos valores mobiliários de mesma natureza que compõe uma carteira de ações, não é possível aferir exatamente quais papéis estão sendo vendidos. Em outras palavras, quando um investidor adquire 200 papéis AB em 01.01.2014, e 100 papéis AB no dia 01.06.2014, vendendo 50 papéis AB em 01.08.2014, não é possível saber se os papéis vendidos foram adquiridos em 01.01.2014 ou 01.06.2014. É para suprir esta função que ambas as metodologias são aplicadas, viabilizando a apuração dos lucros e perdas de cada operação (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[3][b]).

Neste sentido, e presumindo-se um cenário no qual a fraude levou ao inchaço no preço dos valores mobiliários, a utilização da metodologia FIFO vincula as vendas de valores mobiliários ocorridas durante o “*class period*” com os valores mobiliários que estariam na carteira de ações do investidor há mais tempo (*first-in, first-out*), abarcando aqueles papéis que teriam sido adquiridos em momento anterior à ocorrência da fraude.

Com estas informações, seria possível apurar, com base na projeção da sobrevalorização dos valores mobiliários a partir da fraude, qual seria o “inchaço” no seu preço de venda, ou seja, qual seria o lucro vinculado à ocorrência da fraude, montante o qual deveria ser compensado com as perdas auferidas em decorrência da aquisição de valores mobiliários durante este período de sobrevalorização.

Já pelo método do LIFO, por outro lado, as vendas ocorridas durante o período de “inchaço” dos preços são vinculadas não aos eventuais valores mobiliários adquiridos anteriormente à ocorrência da fraude, mas sim aos papéis adquiridos também durante este período, o que justifica sua própria nomenclatura “*last in, first out*”, em oposição ao correspondente do FIFO. Desta forma, o método do LIFO permite a compensação simultânea entre as vendas e as aquisições realizadas com sobrepreço, fixando o saldo existente entre o sobrevalor das vendas e o sobrevalor das aquisições para a fixação do *quantum* a ser indenizado (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[3][b]).

Ambas as metodologias, as quais pressupõem as formas de cálculo citadas nos tópicos anteriores, são utilizadas pelos tribunais estadunidenses.<sup>121122</sup> Contudo, dentre elas, goza de maior aceitação o método LIFO, uma vez que as distorções causadas pelas variáveis presentes na elaboração dos cálculos, como o *dollar method* ou o *percentage method*, são reduzidas ante a compensação imediata entre uma compra e venda ocorridas, por exemplo, no mesmo dia, quando a sobrevalorização do lucro compensa a sobrevalorização no preço pago pelo novo valor mobiliário adquirido.

Neste sentido, vale ressaltar trecho da decisão proferida pela Corte distrital de Massachussets no caso *Organogenesis Securities Litigation* (2007):

O assistente técnico dos autores defende que o método FIFO é o método apropriado para ser utilizado, e explica que sob este método os ganhos ou perdas decorrentes da venda de valores mobiliários durante o *class period*, por se compensarem (para fins contábeis) com valores mobiliários comprados antes do *class period*, não são considerados quando se calcula o total da perda sofrida durante o *class period*. Tal abordagem é incongruente com o objetivo de compreender (do representante dos autores) os prejuízos reais causados pela alegada fraude ocorrida durante o *class period*.

Reconhecendo como inapropriada a utilização de FIFO neste contexto, vários tribunais somam ganhos e perdas utilizando a metodologia LIFO, quando escolhida pelo representante da classe autora (...) um dos principais defensores desta abordagem tem explicado que LIFO é um modelo contábil superior porque, ao contrário de FIFO, reporta de forma mais consistente lucros e prejuízos dos investidores que realizam operações idênticas durante o *class period*, mas que tinham diferentes momentos de aquisição.<sup>123</sup>

Da mesma forma, o relatório NERA (2008) analisa de forma panorâmica as decisões dos tribunais quanto à escolha de um ou outro método:

Apesar dos convincentes argumentos pela utilização da abordagem LIFO para a compensação de compras e vendas em securities class actions, há decisões judiciais que parecem preferir, ou ao menos permitir, a

<sup>121</sup> Decisões favoráveis ao LIFO: No caso *Speed, Inc. Securities Litigation*, 2005 WL 1653933 (Southern District of New York, 2005); *Organogenesis Securities Litigation* (Corte distrital de Massachussets, 2007); *Johnson v. Dana Corporation et. al.*, (Corte distrital do Norte de Ohio, 2006); *Arenson v. Broadcom Corp.* (Central District of California, 2004).

<sup>122</sup> Decisões favoráveis ao FIFO: No caso *Schering-Plough Corporation Securities Litigation*, (Corte distrital de New Jersey, 2003); e em *Plumbers & Pipefitters Local 572 Pension Fund v. Cisco Systems, Inc.* (Corte distrital do Norte da Califórnia, 2004).

<sup>123</sup> Tradução livre de: “*Plaintiff’s expert contends that FIFO is the appropriate method to use, and explains that under this method gains or losses from shares sold during the Class Period that are paired (for accounting purposes) with shares purchased before the Class Period are not considered when computing total loss over the Class Period. Such an approach is incongruent with the goal of understanding [Lead Plaintiff’s] actual loss caused by the alleged fraud occurring during the Class Period. (...) Recognizing the inappropriateness of using FIFO in this context, a number of courts compute gains and losses using the Last-in First-out methodology (“LIFO”) when choosing a Lead Plaintiff. (...) One leading advocate of this approach has explained that LIFO is a superior accounting method because, unlike FIFO, it more consistently reports profits or losses for investors who make identical trades during the class period, but who had different initial holdings.*”



metodologia FIFO em detrimento da LIFO (...) enquanto os argumentos em favor de FIFO frequentemente ignoram o conceito de compensação inteiramente, argumentos em favor de LIFO frequentemente aludem à lógica por detrás da assunção tanto dos ganhos como das perdas do investidor em decorrência da fraude quando se realiza o cálculo dos “prejuízos reais” por si sofridos.<sup>124</sup>

E ao final conclui:

Nesta avaliação de FIFO e LIFO e como estes métodos tem sido avaliados pelos tribunais nas controvérsias relativas às securities class actions, concluo que o cálculo dos prejuízos econômicos decorrentes da alegada fraude em tais casos é melhor realizado com a ligação de todos os ganhos e perdas, particularmente à luz da regra trazida pela Suprema Corte no caso *Broudo v. Dura*. Para situações nas quais o cruzamento de compras e vendas seja necessário, o uso do método LIFO (...) seria apropriado. Uma abordagem que utilize LIFO para cruzar compras realizadas no class period é mais equitativa. Um número relevante de decisões judiciais explícita, ou implicitamente, dão suporte a esta abordagem. (...) Quando se aplica esta lógica às securities class actions, LIFO é mais apropriada que FIFO, uma vez que melhor para a mensuração dos prejuízos reais sofridos durante o class period.<sup>125</sup>

Neste contexto, portanto, apesar do método LIFO não ser preferencialmente benéfico aos investidores, como seria o método FIFO, ele representa uma resposta qualitativamente superior a este último, refletindo com maior precisão contábil as perdas reais dos investidores prejudicados com a fraude.

De toda sorte, importante frisar, vincula-se a metodologia aplicada a uma questão comum a ser imposta a todos os investidores, a qual será devidamente apurada posteriormente ao julgamento em um processo administrativo de menor complexidade, conforme já abordado nos tópicos anteriores.

Assim, tal aspecto, apesar de demandar a análise individual para apuração da indenização de cada investidor, têm seus critérios pré-estabelecidos a partir da escolha comum do método, deixando de implicar em maiores considerações acerca do risco para a certificação da *securities class action*.

<sup>124</sup> Tradução livre de: “Despite the compelling arguments for using a LIFO approach in matching purchases and sales in securities class action lawsuits, there are court decisions that appear to prefer, or at least allow, the FIFO methodology over LIFO (...) that while arguments in favor of FIFO often ignore the concept of offsets entirely, arguments in favor of LIFO often allude to the logic behind considering an investor’s gains as well as losses due to an alleged fraud when calculating the actual harm suffered”. In: (NERA, 2008).

<sup>125</sup> Tradução livre de: “In this examination of FIFO and LIFO and how these methods have been evaluated by the courts in securities class action litigation, I conclude that the calculation of economic losses due to alleged fraud in such cases is best done by netting all gains and losses, particularly in light of the Supreme Court’s ruling in *Broudo v. Dura*. For situations in which matching purchases and sales is necessary, using the LIFO method or, (...) would be appropriate. (...) An approach that uses LIFO for matching class period purchases is more equitable. A number of recent court decisions explicitly or implicitly support this approach. (...) When applying this logic to securities class actions, LIFO is more appropriate than FIFO, as it better measures actual economic loss in the class period”. In: (NERA, 2008)

#### 4.1.2.5 Da padronização pelos cálculos de dano agregado

A despeito do debate sobre os critérios utilizados para parametrizar a apuração individual dos danos, a serem devidamente comprovados pelos investidores, também é possível a fixação de uma condenação global para a classe.

Segundo a técnica do cálculo de danos agregados (*aggregate damages calculations*), o valor total da indenização da classe é o resultado da multiplicação do “inchaço” no preço dos valores mobiliários pelo número de valores mobiliários atingidos (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][a]).

Em outras palavras, ao contrário dos métodos de apuração tratados até aqui, o cálculo de danos agregado não demanda a comprovação de cada uma das operações atingidas pelo ilícito. Para este modelo, após a apuração do “inchaço” indevido no preço dos valores mobiliários, o valor global da indenização seria alcançado pela multiplicação deste sobrepreço pelo número estimado de valores mobiliários que teriam sido atingidos pelo ilícito.

Neste sentido, e diante da indisponibilidade de informações detalhadas sobre a realização de operações de compra e venda de valores mobiliários (*trading data*),<sup>126</sup> a apuração do número de valores mobiliários atingidos pelo ilícito requer a utilização de modelos técnico-econômicos, também conhecidos por “*trading models*”.

O objetivo destes modelos é determinar, sobretudo, o número de valores mobiliários retidos (*retained shares*) pelos investidores ao longo do “*class period*”, ou seja, que teriam sido comprados durante o “*class period*” e vendidos após seu transcurso, uma vez que as operações de compra e venda realizadas sequencialmente durante o “*class period*” não ensejariam prejuízos (ALLEN, 2007, p. 06).

Aliás, justamente em razão da ausência de informações detalhadas sobre as operações realizadas com estes valores mobiliários, bem como da necessidade de aferição de variáveis relativas à apuração do número de valores mobiliários retidos pelos investidores, o que envolve a propensão subjetiva destes investidores à negociação no mercado, é que surge o debate sobre qual modelo adotar.

Tendo em vista os diferentes perfis de investidor presentes no mercado de capitais, surge a controvérsia sobre se a diversidade da própria propensão dos

---

<sup>126</sup> Neste sentido HAKKI; BASKIN (2015, topic §4.03[4][a]) e ALLEN (2007, p. 06).

investidores à negociação de valores mobiliários, o que alteraria o potencial de mantê-los retidos, poderia ser mensurado e incorporado aos modelos técnicos como uma forma de aproximação com a realidade.

Enquanto para o modelo tradicional, também conhecido por “*single-trader*”, estas diferenças são imensuráveis e, por isto, ignoradas, para o modelo “*multi-trader*” tais peculiaridades são levadas em consideração, principalmente a partir da diferenciação entre investidores institucionais e não institucionais:

A despeito da existência de muitos diferentes tipos de modelo usados por assistentes técnicos nas securities class actions federais, dois são mais comuns – o modelo proporcional, ou “*single-trader*”, e o modelo multi-trader. O modelo proporcional, o qual foi o primeiro e o mais simples, assume que todo o investidor tem a mesma propensão para realizações trocas. Assim, cada valor mobiliário no “barco” tem a mesma probabilidade de ser negociado independentemente do tipo de investidor que o tenha. Este modelo também assume que valores mobiliários são igualmente suscetíveis de serem negociados independentemente de quando eles tenham sido comprados.

O modelo multi-trader, por outro lado, procura distinguir entre dois ou mais tipos de operações, realizando suposições de acordo com os padrões de cada operação. No mínimo, os modelos multi-trader dividem a classe entre investidores institucionais e investidores não institucionais, assumido que o primeiro deles geralmente é menos propenso para a realização de operações. É comum a crença de que o modelo multi-trader produza menos danos indenizáveis do que os modelos “*single-traders*”.<sup>127</sup>

Neste sentido, independentemente do modelo a ser adotado segundo a relevância atribuída à existência de perfis de investimento, de antemão se percebe que, por se tratar de um modelo de estimativa, o número de variáveis deve ser reduzido. Afinal, quanto mais complexo o cenário, maior é a tendência de ampliação da margem de erro relativa à aproximação, razão pela qual, inclusive, a adoção do modelo “*single-trader*”, por ignorar a variável relativa ao perfil do investidor, tende a abranger classes maiores e ser mais benéfica para os demandantes.

Deste modo, a homogeneidade da classe, mais do que confirmar a predominância da questão comum,<sup>128</sup> permite também que a estimativa de dano

<sup>127</sup> Tradução livre de: “While there are many different types of models used by experts in federal securities class actions, two are most common – the proportional, or single-trader, model, and the multi-trader model. The proportional model, which was the earliest and is the simplest, assumes that all investor have the same propensity to trade. Therefore, each share in the float is equally likely to trade regardless of what type of investor holds that share. This model also assumes that shares are equally likely to trade regardless of when they were purchased. The multi-trader model, on the other hand, attempts to distinguish between two or more types of traders and makes assumptions regarding the trading patterns of each. At a minimum, multi-trader models divide the class into institutional investors and non-institutional investors, the former of which are generally assumed to be less likely to trade. It is generally believed that multi-trader models produce lower damages than single-traders models.”. In: (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][c]).

<sup>128</sup> Vincula-se à predominância da questão comum e, por conseguinte, à própria conservação da “*reliance*”, mesmo na presença de diversos perfis de investidor, conforme já analisado no tópico atinente à “*reliance*”.

global trazida pelo modelo dos danos agregados se aproxime dos prejuízos efetivamente sofridos pelos investidores.

Desta forma, com o aumento da precisão desta estimativa, amplia-se a possibilidade de sua adesão, que tem sido constantemente restringida pelo argumento, acolhido por parte da doutrina, de que modelos de danos agregados<sup>129</sup> não seriam cabíveis desde a definição de prejuízos “reais” trazidas no PSLRA.

Segundo esta tese, o investidor deve ser indenizado na exata medida daquilo que perdeu exclusivamente em razão do ilícito, e não daquilo que teria aproximadamente perdido. A aproximação criada por uma teoria econômica, a ser acolhida ou não segundo o arbítrio do magistrado ou do júri, não corresponderia ao conceito de “*actual damages*” previsto no PSLRA (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][b]).

Neste sentido, no caso *Broadcom Corp. Securities Litigation* (Distrito Central da Califórnia, 2005) a Corte distrital afastou a possibilidade de adoção dos danos agregados porque o modelo econômico utilizado não era hábil para apurar adequadamente os prejuízos reais dos investidores. De acordo com a decisão, além do modelo não ter sido testado em condições semelhantes à do “mundo real”, tampouco havia condições de fazê-lo, sobretudo diante da existência de taxas de erro questionáveis.

Da mesma forma, e pela ausência de lastro com a realidade e a chancela de economistas sem interesse na demanda, a Corte distrital do Norte de Illinois, em *Kaufman v. Motorola* (2000), entendeu que o modelo de danos agregados apresentado não era confiável.

Contudo, a despeito de julgamentos desfavoráveis à adoção do cálculo de danos agregados, suportados em modelos técnico-econômicos de estimativa, os tribunais estadunidenses o têm adotado de modo corriqueiro, mas desde que atendidos os, assim nominados, requisitos de *Dauberts*.

Fixados pela Suprema Corte no caso *Daubert v. Merrell Dow Pharmaceuticals, Inc.* (1993), os 04 (quatro) critérios para o reconhecimento de provas de natureza técnica são frequentemente utilizados como guia para adoção do

---

<sup>129</sup> Além dos modelos pautados na propensão de comercialização de valores mobiliários pelos investidores, dos quais são parte o modelo *proportional*, ou *single-trader*, e o modelo *multi-trader*, perante os tribunais são utilizados também modelos baseados no número de ações disponíveis para transação pelos investidores e também no número de ações transacionadas pelos investidores durante o *class period*. In: (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][c]).

cálculo de danos agregados. Em outras palavras, se o modelo de estimativa apresentado pelos investidores (1) ter sido apropriadamente testado e validado; (2) já tiver sido revisado por terceiros e veiculado em publicações de renome; (3) apresentar margem de erro baixa o suficiente para manter sua credibilidade; e (4) for aceito, de uma forma geral, pelos especialistas sobre o assunto; então é provável que seja autorizada a utilização do cálculo dos danos agregados.

Neste sentido, portanto, apesar do debate atinente à compatibilidade entre a técnica do “*aggregate damages calculation*” e a previsão restritiva do PSLRA de que as indenizações devem ser limitadas estritamente aos prejuízos sofridos, verifica-se ainda ampla possibilidade de sua aplicação, tendo sido sustentada pelos tribunais nas últimas décadas (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][b]).

Por fim, é importante ressaltar ainda o debate que envolve a alegação, por parte dos réus, de que o cálculo dos danos agregados implicaria em uma condenação superior àquela que existiria no caso de apuração individual dos prejuízos a ser realizada após o julgamento.

A tese se sustenta na ideia de que a fixação de uma condenação global, por incorporar no seu cálculo as perdas sofridas por todos os investidores, acaba obrigando os réus ao desembolso das perdas sofridas também pelos investidores “*no-show*”, ou seja, aqueles não reclamariam valor algum na fase de liquidação (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][b]).

De toda sorte, para parte dos tribunais, esta questão sobre a inclusão de investidores “*no-show*” na condenação global seria, na verdade, um falso problema.

Mesmo que uma companhia viesse a ser condenada ao pagamento do valor total da indenização, nos termos do método do dano agregado, isto não evitaria, em regra, a existência de uma fase processual na qual cada investidor deve vir a juízo para receber os valores a si devidos,<sup>130</sup> tal como asseverado no caso *Worldcom Inc. Sec. Lit.* (Corte distrital de *Southern District of New York*, 2005).

Deste modo, se após o encerramento desta etapa de liquidação individual ainda houver saldo disponível no fundo, a companhia poderia pleiteá-lo, razão pela qual, em termos práticos, pouco sentido haveria em se deixar de fixar o montante global sob este fundamento:

De acordo com os tribunais, o processo de gestão das pretensões assegura que cada membro da classe irá recuperar apenas seu prejuízo real e nada

---

<sup>130</sup> Ver nota de rodapé 110.

mais. E na medida em que o fundo criado por meio do júri represente um montante maior do que a soma do valor distribuído para as pretensões individuais apresentadas na fase de liquidação, então os réus podem ter o direito de recuperar esta diferença relativa ao fundo que não foi distribuído. Os tribunais também favorecem o julgamento dos danos de forma agregada por razões práticas, dentre as quais, a indenização concedida pelo júri providencia um julgamento final para a revisão da apelação e criação de uma fonte de recursos para as despesas do litígio feitas pela classe e para a gestão das pretensões, que pode ser cara.<sup>131</sup>

Conforme todo o exposto, para evitar qualquer tipo de mácula em relação à destinação do fundo criado a partir da indenização fixada por meio do cálculo agregado dos danos, basta que o tribunal, ou as partes em comum acordo, fixem a possibilidade de resgate total ou parcial do saldo que restar disponível após as liquidações individuais.

Neste sentido, tendo sido analisados os critérios para apuração dos prejuízos causados aos investidores em relação aos ilícitos perpetrados no mercado secundário, passa-se a investigar no próximo tópico quais as características que particularizam as *securities class actions* ajuizadas com fulcro no mercado primário.

## 4.2 AS SECURITIES CLASS ACTIONS NA SEÇÃO 11

As *securities class actions* podem envolver a ocorrência de ilícitos tanto no mercado primário como no secundário, havendo regulações específicas para cada espécie. Enquanto as ilicitudes perpetradas no mercado secundário ficam submetidas ao regime da Regra 10b-5 da SEC, emitida com base na Seção 10b do *Securities Exchange Act*, as que forem cometidas durante a fase de IPO (*Initial Public Offering*) permanecem sujeitas ao texto da Seção 11 do *Securities Act*.

Desta forma, diante da incidência de regulamentação específica sobre o mercado primário, bem como da relevância que o “*registration statement*” (documento protocolado pela companhia emissora junto a SEC com resumo das informações relevantes sobre si; prospecto)<sup>132</sup> assume neste cenário, há que se

<sup>131</sup> Tradução livre de: “*According to these courts, the claims administration process ensures that each class member will recover only its actual damages and nothing more. And “to the extent that the fund established through any jury award is greater than the claims process shows should be distributed to class members, then (...) the defendants may be entitled to recover undistributed fund.” These courts also favor aggregate damages awards for practical reasons; among other things, a jury award provides a final judgment for appellate review and creates a source for funding the litigation expenses of the class and the claims administration process, which can be expensive*”. In: (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.03[4][b]).

<sup>132</sup> “O Securities Act impõe obrigações de “*disclosure*” relativas a transações, requerendo “*disclosure*” vinculados com transações específicas. O mais importante, o Securities Act §5(a), torna ilegal a venda de um

analisar qual o impacto destas particularidades sobre as *securities class actions* ajuizadas com base na Seção 11 do *Securities Act*.

Assim sendo, a partir do exame já realizado sobre as *securities class actions* ajuizadas com base na Regra 10b-5 da SEC, o objetivo dos tópicos adiante delineados será investigar seus pontos de divergência com as *securities class actions* ajuizadas com base em ilícitos perpetrados no mercado primário, dando ênfase às peculiaridades relativas à certificação da demanda coletiva.

Ainda, por uma opção metodológica vinculada ao recorte do objeto (e devidamente informada nos capítulos introdutórios), é importante frisar que, apesar da existência de outras espécies de *securities class actions*, o presente trabalho somente irá se debruçar sobre as duas acima referidas.<sup>133</sup> Aliás, diante da potencial inclusão de diferentes perfis de réu no polo passivo das demandas coletivas ajuizadas com base na Seção 11 do *Securities Act*,<sup>134</sup> com possibilidades

---

valor mobiliário a menos que um “registration statement” esteja em vigor em relação àqueles valores mobiliários. Em outras palavras, a menos que uma dispensa esteja disponível, o potencial emissor deve arquivar um “registration statement” na SEC e aguardar que este documento venha a ter eficácia antes da venda dos valores mobiliários. O “registration statement” inclui o prospecto, que é o documento de divulgação dado aos investidores. (...) O formulário de “registration statement” e Regulamento S-K definem detalhadamente o que deve estar contido no “registration statement”. A despeito destes requerimentos não contarem toda a história. O “registration statement” deve não apenas conter a informação especificamente requerida pelos formulários, mas também deve conter qualquer informação adicional relevante que seja necessária para dar aos investidores uma clara imagem da companhia e dos valores mobiliários por si oferecidos.” Tradução livre de: “*The Securities Act imposes transactional disclosure obligations, requiring disclosure in connection with particular transactions. Most importantly, Securities Act §5(a) makes it unlawful to sell a security unless a registration statement is in effect with respect to the securities. In other words, unless an exemption is available, the prospective issuer must file a registration statement with the SEC and wait for the registration statement to become effective before selling securities. The registration statement includes the prospectus, which is the disclosure document given investors. (...) The registration statement forms and Regulation S-K spell out in great detail the information that must be contained in the registration statement. But their requirements do not tell the complete story. The registration statement must not only contain the information specifically required by the forms, but also must contain any additional material information that is necessary to give investors a clear picture of the company and the securities it is offering.*”. In: (BAINBRIDGE, 2007, p. 41).

<sup>133</sup> Ver tópico 2.2.

<sup>134</sup> “Há uma lista extensiva de possíveis réus sob §11(a): (1) qualquer um que tenha assinado o “registration statement”. A Seção 6(a) requer que o “registration statement” seja assinado pela companhia emissora, os principais executivos da companhia emissora, o “CFO” da companhia, o principal diretor de contabilidade da companhia, e uma maioria dos diretores da companhia. (2) Os demandantes também podem processar todos os diretores da companhia emissora ao tempo do “registration statement” passou a vigir, toda pessoa nomeada no “registration statement” como alguém prestes a se tornar diretor, todo o especialista nomado como tendo preparado ou certificado qualquer parte do “registration statement”, e todo subscritor envolvido na distribuição”. Tradução livre de: “*There is an extensive list of possible defendants under §11(a): (1) anyone who signed the registration statement. Section 6(a) requires the registration statement to be signed by the issuer, the issuer’s principal executive officers, the issuer’s chief financial officer, the issuer’s principal accounting officer, and a majority of the issuer’s directors. (2) Plaintiff may also sue every director of the issuer at the time the registration statement became effective, every person named in the registration statements as someone about to become a director, every expert named as having prepared or certified any part of registration statement, and every underwriter involved in the distribution.*” In: (BAINBRIDGE, 2007, p. 48).

igualmente diversas de defesa,<sup>135</sup> há que se ressaltar que a investigação se restringirá às peculiaridades vinculadas à presença da companhia emissora como demandada.

#### 4.2.1 *Reliance e Tracing*

Ao contrário das *securities class actions* ajuizadas com base na Regra 10b-5 da SEC, aquelas com fulcro na Seção 11 do *Securities Act* não estão sujeitas aos requisitos previstos na *Federal Rule* 9(b) do FRCP,<sup>136</sup> atrelados à concepção de fraude. Para demandas envolvendo ilícitos no mercado primário, portanto, basta que sejam atendidos os requisitos gerais para litigar em juízo, previstos na *Federal Rule* 8 do FRCP.

Desta feita, e em razão da “*reliance*” se conformar como um dos elementos necessários da *common law* para a configuração de fraude,<sup>137</sup> sua demonstração pelos investidores não se mostra compulsória quando a *securities class action*

---

<sup>135</sup> Até mesmo porque, conforme ressaltado por Bainbridge (2007, p. 49), as *securities class actions* com base na Seção 11 do *Securities Act* podem incluir diversos perfis de réu, com diversos perfis de defesa distintos, senão vejamos: “A companhia emissora é estritamente responsável sob a Seção 11. Outros réus, entretanto, podem escapar da responsabilidade prevista na Seção 11 se provarem que usaram a devida diligência (*due diligence*) na preparação e revisão do “registration statement”. Como uma matéria prática, a “*due diligence*” é delegada a advogados. Os diretores e executivos da companhia confiam no advogado da companhia para conduzir uma apuração diligente. Os subscritores confiam em seus advogados para conduzir esta apuração. Apenas especialistas normalmente assumem sua própria “*due diligence*”. Se a conduta do advogado satisfizer os padrões estabelecidos acima, as partes que confiaram nele são beneficiadas com a possibilidade de demandar uma ação por “má prestação de serviços” com este advogado. Isto torna a condução de uma apuração diligente uma das atribuições mais estressantes e preocupantes que um jovem advogado enfrenta.” Tradução livre de: “*The issuer is strictly liable under §11. Other defendants, however, can escape §11 liability if they prove they used due diligence in preparing and reviewing the registration statement. As a practical matter, due diligence is delegated to lawyers. The issuer’s directors and officers rely on the corporation’s counsel to conduct a due diligence investigation. The underwriter relies on its counsel to conduct such an investigation. Only experts normally conduct their own due diligence. If the lawyer’s conduct satisfies the standards set forth above, the parties who relied on the lawyer get the benefit of the due diligence defense. If not, all parties who relied on the lawyer lose their defense, but may have a malpractice action against the lawyer. This makes conducting a due diligence investigation one of the most nerve-wracking assignments a young corporate lawyer faces*”.

<sup>136</sup> FRCP - Regra 09 – Matérias com pedido jurisdicional especial (...) (b) Fraude ou Erro; Condições de Mente. Ao alegar fraude ou erro, uma parte deve declarar com particularidade as circunstâncias que constituem a fraude ou erro. A malícia, a intenção, o conhecimento e outras condições da mente de uma pessoa podem ser alegados de forma geral. Tradução livre de: “FRCP - Rule 09 – Pleading Special Matters (...) (b) Fraud or Mistake; Conditions of Mind. In alleging fraud or mistake, a party must state with particularity the circumstances constituting fraud or mistake. Malice, intent, knowledge, and other conditions of a person’s mind may be alleged generally”.

<sup>137</sup> Os demandantes têm de provar que o réu tinha manipulado um fato relevante. Os demandantes também tem de provar todos os outros elementos de fraude advindos da *common law*: “*reliance*”, nexo causal, “*scienter*” (conhecimento avançado), e dano. Tradução livre de: “*Plaintiff had to prove that the defendant had misrepresented a material fact. Plaintiff also had to prove all of the other elements of common law fraud: reliance, causation, scienter (advance knowledge), and injury*”. In: (BAINBRIDGE, 2007, p. 47).



estiver alicerçada em informações suprimidas ou erroneamente levantadas no “*registration statement*”.<sup>138</sup>

Neste sentido, a Suprema Corte se manifestou no julgamento de *Herman & MacLean v. Huddleston* (1983): “*se um investidor comprou um valor mobiliário emitido nos termos do ‘registration statement’, ele precisa apenas demonstrar uma declaração ou omissão de fato relevante para estabelecer seu caso ‘prima facie’. A responsabilidade em face da companhia emissora do valor mobiliário é virtualmente absoluta mesmo por uma inocente inconsistência*”.<sup>139</sup>

Desta forma, portanto, não há o ônus de demonstração da “*reliance*” pelos investidores, ampliando a questão comum entre os investidores justamente porque o ponto fulcral das *securities class actions* da Seção 11 passa a ser a demonstração da materialidade da informação que foi sonegada, ou erroneamente informada, por meio do “*registration statement*”.

Contudo, tal como ocorre nas *securities class actions* baseadas na Regra 10b-5, a companhia emissora pode se defender suscitando o conhecimento pelos investidores sobre a verdade não declarada no “*registration statement*”. Desta forma, apesar de não envolver necessariamente a ocorrência de fraude, os tribunais têm reconhecido que o conhecimento da realidade dos fatos veda qualquer tipo de indenização pela Seção 11 (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.06[2]).

Tal como levantado no tópico relativo às subjetividades para o afastamento da “*reliance*” no caso das ações com base na Regra 10b-5, também nas ações ajuizadas com base na Seção 11 é possível que a disseminação da verdade por detrás do ilícito crie dificuldades em relação ao requisito da predominância das questões comuns sobre as individuais.

O principal marco jurisprudencial sobre a matéria, obtido em *IPO*, expressamente abarca a necessidade de que o investidor não soubesse das informações ocultadas, seja em uma demanda com base na Regra 10b-5, seja com

<sup>138</sup> Esta é uma informação relevante, uma vez que, conforme ressalta Jonathan Eisenberg (2015, topic §2.02[7]), as duas principais causas de acolhimento da “*motion to dismiss*” em *securities class actions* estão vinculadas a elementos intrínsecos à ocorrência de fraude: “Tradução livre de: “*In, short, courts have a number of tools that make motions to dismiss potentially effective against many securities class actions complaints: (1) most importantly, the PLSRA requires that the facts alleged in a securities fraud claim create a strong inference that the deception was not intentional or reckless; (2) Rule 9(b) requires that the circumstances of the fraud be pled with particularity*”.

<sup>139</sup> Tradução livre de: “*If a plaintiff purchased a security issued pursuant to a registration statement, he need only show a material statement or omission to establish his prima facie case. Liability against the issuer of a security is virtually absolute, even for innocent misstatements*”, trecho também citado em (EISENBERG; 2015; topic §2.14[1]).

base naquelas provenientes da Seção 11 (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.6[2]).

Desta feita, caso haja margem para um grande número de investigações individuais acerca do conhecimento da “verdade”, a apuração das características individuais de cada investidor poderiam se sobrepor às questões comuns, inviabilizando a utilização das *securities class actions* pelos investidores adquirentes de valor mobiliários emitidos em *IPO*.

Da mesma forma, ao julgar *Carpenters Health Fund v. Rali Series* (2012), o Tribunal de Apelação do Segundo Circuito confirmou a decisão distrital que afastou a certificação das *securities class actions*.

Segundo a decisão, levando-se em conta que a defesa teria apresentado fortes evidências de que muitos adquirentes dos valores mobiliários eram investidores experientes, que teriam tido acesso a informações sigilosas, ações do governo, relatórios de análise e outros dados capazes de revelar a verdade dos fatos ainda durante o “*class period*”, seria necessária uma extensiva investigação individual, o que afastaria o requisito de *predominance* (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.06[2]).

Contudo, tal como enfatizado no tópico relativo às *securities class actions* baseadas na Regra 10b-5, as tribunais têm entendido que as investigações individuais somente são necessárias quando a companhia emissora consegue demonstrar de forma concreta que o conhecimento da verdade está difundido de forma considerável sobre os membros da classe.<sup>140</sup>

Desta forma, diante da imposição à companhia emissora do ônus de demonstrar de forma concreta a necessidade de investigações individuais para a apuração de subjetividades dos investidores, facilita-se a manutenção da predominância da questão comum.

Outro ponto relevante é que, apesar do ajuizamento de uma demanda nos termos da Seção 11 do *Securities Act* não exigir a ocorrência de fraude, é possível que a conduta ilícita objeto desta espécie de *securities class action* envolva a

---

<sup>140</sup> *Public Emples. Ret. Sys. Of Miss. v. Goldman Sachs Group, Inc.*, (South District of New York, 2012); *Public Emples. Ret. Sys of Miss. v. Merrill Lynch & Co.* (South District of New York, 2011); *N.J. Carpenters Health Fund v. DLJ Mortg. Capital, Inc.* (South District of New York, 2011). Julgados também citados por Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic §3.06[2])

ocorrência de uma fraude durante o preenchimento do “*registration statement*”.<sup>141</sup> Nestes casos, se o suporte fático envolver, efetivamente, a ocorrência de uma fraude, transbordam-se os requisitos das *securities class actions* com fulcro na Regra 10b-5 para as da Seção 11 do *Securities Act*.

Desta forma, a presença da “*reliance*” torna-se necessária, cabendo aos investidores sustentarem as presunções de *Affiliated Ute* e *Basic* para confirmar a predominância da questão comum (EISENBERG; 2015, topic §2.14[8]), tal como já amplamente trabalhado nos tópicos atinentes à Regra 10b-5.

Cabe destacar, contudo, que a demonstração do mercado eficiente, necessária para a presunção de *Basic*, torna-se mais complexa nos casos em que a aquisição ocorre no período imediatamente posterior à oferta pública dos valores mobiliários. Conforme o Tribunal de Apelação do Segundo Circuito sustentou no caso *IPO*, “o mercado de valores mobiliários emitidos em oferta pública não é eficiente”,<sup>142</sup> notadamente porque, durante o período de 25 (vinte e cinco) dias após a oferta pública, o *Code of Federal Regulations*<sup>143</sup> proíbe a divulgação de relatórios elaborados por analistas (EISENBERG; 2015, topic §2.08[1]).<sup>144</sup>

De toda sorte, tendo em vista que a configuração de fraude pode criar obstáculos relevantes ao processamento e procedência das *securities class actions* movidas com base na Seção 11 do *Securities Act*, muitos investidores procuram evitar qualquer narrativa neste sentido, fixando o ponto de atenção tão somente na ocultação de informações relevantes no “*registration statement*”.<sup>145</sup>

<sup>141</sup> “Embora as Seções 11 e 12(a)(2) do Securities Act não requeiram a prova de “*scienter*” (consciência por parte do infrator acerca da ilicitude da conduta), os tribunais têm sustentado que quando as pretensões sob as seções são baseadas em alegações de fraude – como algumas vezes ocorre quando os demandantes também demandam pretensões baseadas na Seção de 10(b) –, estas pretensões relativas às Seção 11 e 12(a)(2) passam a se sujeitar à obrigação de que a petição inicial apresente uma base fática hábil a gerar uma “forte inferência” da “*scienter*”.”. Tradução livre de: “*Although Sections 11 and 12(a)(2) of the Securities Act do not require proof of scienter, courts have held that when claims under these sections are grounded on allegations of fraud – as sometimes occurs when plaintiffs also allege Section 10(b) claims – Section 11 and Section 12(a)(2) claims are also subject to the requirement that the complaint plead facts supporting a strong inference of scienter*”. In: (EISENBERG; 2015, topic §2.14[8]).

<sup>142</sup> Tradução livre de: “*the market for IPO shares is not efficient*”.

<sup>143</sup> 17 C.F.R. §§230.174(d), 242.101(b)(1).

<sup>144</sup> De toda sorte, apesar de minoritário, há entendimentos de a adoção da presunção do mercado eficiente é possível mesmo no período posterior ao IPO, como no caso *Halkin v. Verifone Inc.* (9th Circuit, 1993).

<sup>145</sup> Nem sempre, contudo, a técnica é exitosa, conforme ressalta Jonathan Eisenberg (2015; topic. §2.14[8]): “*Plaintiffs often try to avoid the application of Rule 9(b) by including a disclaimer to the effect that the Securities Act claims do not sound in fraud. The Second Circuit has held, however, that such disclaimers are of no effect if “the wording and imputations of the complaint are classically associated with fraud”*”, citando ao final decisão em *Rombach v. Chang* (2<sup>nd</sup> Circuit, 2004).

#### 4.2.1.1 *Tracing*

Apesar da “*reliance*” não ser necessária para a configuração de um ilícito segundo os termos da Seção 11 do *Securities Act*, há um requisito próprio desta espécie de *securities class actions* que depende da análise individualizada dos valores mobiliários adquiridos pelos investidores: os valores mobiliários adquiridos têm de ser obrigatoriamente aqueles oferecidos na oferta pública, devendo sua emissão estar vinculada ao “*registration statement*” que teria ocultado informações relevantes.

Sobre o ônus de demonstrar este requisito, também conhecido como “*tracing*”, bem asseverou a Corte Distrital do *Southern District of Indiana* em *Harden v. Raffensperger Hughes & Co.* (1996): “*Para obter vantagem da redução do ônus da prova e da quase estrita responsabilidade sob a Seção 11, (...) o mais importante dos padrões procedimentais passa a ser o requerimento segundo o qual o investidor deve ser capaz de rastrear o valor mobiliário que sustenta seu pedido indenizatório ao específico ‘registration statement’ em questão*”.<sup>146</sup>

Assim sendo, aos investidores cabe demonstrar que a integralidade dos valores mobiliários abarcados na *securities class action* tem sua origem na oferta pública com a qual está vinculado o “*registration statement*” em questão, não sendo possível presumir que no período imediatamente posterior à sua realização todas as transações envolvendo valores mobiliários da companhia atendam a este requisito, sobretudo quando após a oferta pública são inseridos no mercado valores mobiliários com outra origem, o que ocorre quando um dos acionistas originários da companhia, por exemplo, resolve lançar ao mercado suas próprias ações.<sup>147</sup>

A relevância deste requisito, conforme entendimento dos tribunais, é que sua aplicação é estrita, ou seja, mesmo quando relativamente poucos valores mobiliários não são “*rastreáveis*”, a *securities class action* tende a ser decertificada, justamente em razão da impossibilidade de instauração de “*mini-trials*” para se apurar a origem

<sup>146</sup> Tradução livre de: “*To be able to take advantage of the lower burden of proof and almost strict liability under §11, (...) the most significant of the procedural standards is the requirement that a plaintiff be able to trace the security for which damages are claimed to the specific registration statement*”, em trecho também citado por (EISENBERG; 2015; topic §2.14[1]).

<sup>147</sup> Em razão das regras de *compliance* estabelecidas na Rule 144 da SEC, bem como das regras estabelecidas por cada bolsa de valores, celebra-se o acordo de “*lock-up*”, a partir do qual fica proibida, no período de aproximadamente 180 (cento e oitenta) dias após a oferta pública, a venda de valores mobiliários pelos “*insiders*” (acionistas, gerentes, funcionários e outros detentores de valores mobiliários da companhia).

dos valores mobiliários sobre os quais há dúvidas da origem. A predominância da questão comum, nestes casos, sucumbiria às questões individuais.<sup>148</sup>

Nesta direção, em decisão de 2004, proferida pela Corte distrital no paradigmático caso de *IPO - Initial Public Offering Securities Litigation* (e mantida neste ponto pelo Tribunal de Apelação do Segundo Circuito), a predominância da questão comum foi afastada no período posterior ao ingresso, no mercado, de valores mobiliários não vinculados à oferta pública. E isto, frisa-se, justamente porque após esta data seriam necessárias investigações específicas sobre a origem dos papéis:

Os adquirentes no mercado secundário que puderem rastrear seus valores mobiliários ao '*registration statement*' onde consta a suposta inconsistência são legitimados a ajuizar demandas sob a Seção 11 do *Securities Act*. Um investidor consegue rastrear de forma bem sucedida seus valores mobiliários se for demonstrado que estes papéis foram realmente "emitidos nos termos de uma declaração '*registration statement*' inconsistente". Este requerimento tem sido aplicado de forma estrita, mesmo quando sua aplicação traça distinções arbitrárias entre os investidores com base em origens remotas de seus valores mobiliários.

O rastreamento pode ser estabelecido ou através da prova de uma cadeia direta de valores mobiliários advindos de uma oferta pública até seu último titular (...), ou através da prova que o titular comprou seus valores mobiliários em um mercado contendo apenas valores mobiliários emitidos nos termos do '*registration statement*' inconsistente.

A prática moderna de entrega e compensação eletrônica de valores mobiliários, nos quais todos os valores mobiliários de um mesmo emissor são mantidos reunidos em um corpo fungível, torna-se virtualmente impossível rastrear os valores mobiliários até o '*registration statement*' quando outros valores mobiliários não vinculados à oferta pública tenham ingressado no mercado. Mesmo quando o mercado aberto é predominantemente ou esmagadoramente composto por valores mobiliários vinculados a estas ofertas públicas, os investidores não estão autorizados a presumir a rastreabilidade.

Os demandados entendem que o rastreamento real de cada valor mobiliário da parte autora é "necessariamente uma investigação individual". Além disso, os demandados alegam que, na medida em que cada membro da classe deva provar individualmente que seus valores mobiliários foram emitidos nos termos do '*registration statement*' em questão, a necessidade de apreciar questões individuais deveria desqualificar a classe sob o requisito da predominância previsto na Federal Rule 23(b)(3). (...) Os réus estão corretos.<sup>149</sup>

<sup>148</sup> Conforme destaca Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic. §3.11[6]), ao citar o caso *Krim v. pcOrder.com* (5<sup>th</sup> Circuit, 2005), "para agir com base na Seção 11, o requerente deve demonstrar que todos os valores mobiliários a partir dos quais ele pleiteia indenização são rastreáveis a ponto de vinculá-los ao "registration statement" contendo a alegada declaração falsa ou omissão de fato relevante.(...) se o conjunto de valores mobiliários estiver "contaminado" por valores mobiliários emitidos em outras ofertas públicas ou privadas, o rastreamento se torna impossível." Tradução livre de: "to succeed in a Section 11 action, the plaintiff must show that all shares for which they claim damages are traceable to the registration statement containing the allegedly untrue statement or material omission (...) if the pool of shares is "contaminated" by shares issued in other private or public offerings, tracing becomes impossible".

<sup>149</sup> Tradução livre de: "Aftermarket purchasers who can trace their shares to an allegedly misleading registration statement have standing to sue under § 11 of the 1933 Act." A plaintiff successfully traces her shares

Portanto, sempre que houver a possibilidade de que valores mobiliários adquiridos no “*class period*” não possuam origem na oferta pública, necessariamente haverá a necessidade de investigação individual, o que tende a comprometer a predominância da questão comum. Por esta razão, inclusive, muitos tribunais restringem as classes desta espécie de *securities class actions* aos investidores que adquiriram diretamente dos subscritores ou instituições financeiras responsáveis pela emissão dos valores mobiliários na oferta pública.<sup>150</sup>

Por conseguinte, mesmo que seja possível rastrear um valor mobiliário adquirido já no mercado secundário, tal “rastreabilidade” somente seria viável quando os valores mobiliários emitidos na oferta pública fossem os únicos de sua natureza em negociação na bolsa de valores no momento da aquisição. Em outras palavras, a partir do momento em que surge a mera possibilidade, mesmo que remota, de que os valores mobiliários adquiridos não tenham sua origem na oferta pública, mas sim de outra fonte, como dos *insiders* após o período de *lock-up*,<sup>151</sup> há grande risco de comprometer-se a predominância da questão comum (SHAPIRO; BISHOP; et. al. 2015, topic §3.09[5]).

#### 4.2.2 Da quantificação do dano

---

*if she demonstrates that her stock was actually "issued pursuant to a defective [registration] statement," it is "insufficient that [her] stock 'might' have been issued pursuant to a defective [registration] statement." This requirement has been strictly applied, even where its application draws arbitrary distinctions between plaintiffs based on the remote genesis of their shares. Tracing may be established either through proof of a direct chain of title from the original offering to the ultimate owner (...), or through proof that the owner bought her shares in a market containing only shares issued pursuant to the allegedly defective registration statement. The modern practice of electronic delivery and clearing of securities trades, in which all deposited shares of the same issue are held together in fungible bulk, makes it virtually impossible to trace shares to a registration statement once additional unregistered shares have entered the market. Even where the open market is predominantly or overwhelmingly composed of registered shares, plaintiffs are not entitled to a presumption of traceability. Defendants assert that the actual tracing of each plaintiff's stock is "a necessarily individualized inquiry." Furthermore, defendants proclaim that, insofar as each class member must individually prove that her shares were issued pursuant to the relevant registration statement, the necessity of trying individual issues should disqualify the class under the Rule 23(b)(3) predominance requirement. (...) Defendants are correct."*  
Disponível em: <https://casetext.com/case/in-re-initial-public-offering-securities-litigation-31>. Acesso: 30.01.2017.

<sup>150</sup> Tal como ressaltado por Stephen Shapiro e Timothy Bishop (2015, topic. §3.09[5]), neste sentido foi o entendimento da Corte Distrital do Arizona em *Tsirekidze v. Syntax-Brilliant Corp.* (2009), que limitou a classe das *securities class actions* com base na Seção 11 para excluir todos os investidores que não tinham comprado seus valores mobiliários no dia da oferta pública diretamente do subscritor ou do intermediário responsável pela emissão na oferta pública.

<sup>151</sup> *Code of Federal Regulations*: 17 C.F.R. §§230.174(d), 242.101(b)(1): durante o período de 25 (vinte e cinco) dias após a oferta pública, há a proibição à divulgação de relatórios elaborados por analistas. Ver também nota de rodapé 147.

Em relação à quantificação de dano segundo a Seção 11 do *Securities Act*, deve-se levar em consideração que, ao contrário do que ocorre nas ações coletivas movidas com base na Regra 10b-5, o único “ganhador” com o ilícito é a própria companhia emissora (e seus acionistas originários), e não eventuais investidores que tenham auferido lucros pela venda de valores mobiliários sobreprecificados.

Verifica-se que o investidor é prejudicado no momento da aquisição dos valores mobiliários emitidos pela companhia emissora, e não em eventual mercado secundário a ser criado logo em seguida à oferta pública. Assim sendo, em razão de somente as aquisições de valores mobiliários feitas diretamente da companhia em sua oferta pública estarem, em regra,<sup>152</sup> sob a tutela da Seção 11 do *Securities Act*, desde logo é possível perceber que o principal balizador para a apuração dos danos individuais é o preço sobrevalorizado de aquisição pelos investidores.

Assim sendo, a partir do preço de aquisição do valor mobiliário, a limitação do valor da indenização devida passa a depender de três variáveis distintas.

A primeira diz respeito à manutenção do valor mobiliário com o investidor mesmo após o conhecimento da ação coletiva, hipótese na qual o montante indenizável corresponderá à diferença entre seu preço de aquisição e seu preço ao tempo do ajuizamento da ação coletiva, momento este em que o preço do papel será “naturalmente” corrigido para seu valor real. Este limitador, da mesma forma, reduz as perdas da companhia emissora ao impossibilitar que a indenização seja incrementada com a potencial redução do preço dos valores mobiliários após o imediato ajuizamento da ação coletiva, fruto do aumento do risco de liquidez da companhia ante a potencial condenação milionária (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[2][b]).

A segunda estabelece que se o investidor vender o valor mobiliário antes do ajuizamento da ação coletiva, então a indenização será limitada à diferença entre o preço de aquisição e de venda (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[2][b]).

Por fim, a terceira variável representa uma limitação adicional ao valor da indenização para investidores que adquiriram os valores mobiliários e não os venderam antes do ajuizamento da ação coletiva. Para estes, conforme já destacado, a indenização se limitaria à diferença entre o preço de aquisição e o preço do valor mobiliário no dia do ajuizamento da ação. Contudo, quando o

---

<sup>152</sup> Conforme visto no tópico anterior, apesar das dificuldades, em tese é possível o rastreamento de valores mobiliários adquiridos já no mercado secundário (*tracing*).

investidor realiza a venda do valor mobiliário quando já presumidamente ciente da ação coletiva, mas antes do início de seu julgamento, então a limitação da indenização passa a ser a diferença entre o preço de aquisição e o preço de venda, desde que tal diferença seja menor do que aquela entre o preço de aquisição e o preço no dia do ajuizamento da ação coletiva. (HAKKI; BASKIN; et. al., 2015, topic §4.02[2][b]).

Para uma parcela da doutrina, além destas limitações vinculadas ao tempo de venda do valor mobiliário, a indenização tampouco poderia ultrapassar seu preço de aquisição. Contudo, apesar desta limitação ser aplicável às *securities class actions* ajuizadas com base na Regra 10b-5, ela é desnecessária para aquelas ajuizadas com base na Seção 11. (HAKKI; BASKIN; et. al., 2015, topic §4.02[2][b]).

Afinal, tendo em vista que nas *securities class actions* baseadas na Seção 11 o ilícito somente terá como beneficiário a companhia emissora, que enriquece indevidamente através da sobrevalorização de seus valores mobiliários, é inerente ao ilícito a redução no preço dos valores mobiliários emitidos, que fica limitado ao valor zero. Assim sendo, se o prejuízo dos investidores reside justamente nesta diferença entre o preço sobrevalorizado de aquisição e o preço real do valor mobiliário, que fica limitado ao valor zero, inevitável a limitação da indenização ao próprio preço de sua aquisição. E este prejuízo integral, frisa-se, somente ocorreria na hipótese dos valores mobiliários emitidos chegarem ao valor zero, o que é incomum mesmo quando a companhia torna-se insolvente.

Outra característica particular das *securities class actions* ajuizadas com fulcro na Seção 11 do *Securities Act* diz respeito à própria desnecessidade de demonstração de “*loss causation*” por parte dos investidores, ou seja, do nexo causal entre a fraude e a redução no preço dos valores mobiliários, com a consequente determinação do assim chamado preço “real”, tal como ocorreria se se tratasse de uma *securities class actions* com base na Regra 10b-5.

Ao contrário das *securities class actions* do mercado secundário, portanto, parte-se do pressuposto de que a redução no preço dos valores mobiliários após sua emissão, ante a verificação de inconsistências no “*registration statement*”, seria presumidamente causada pela companhia emissora, trazendo o ônus para si de demonstrar que tal redução não ocorreu em razão do contido neste documento.



Portanto, bastaria aos investidores demonstrar um prejuízo econômico mensurável, refletido na redução de preço dos valores mobiliários, podendo a companhia emissora, contudo, demonstrar que tal redução se deu por outra razão que não aquela contida na “*registration statement*”, ou seja, se valer da chamada “*negative causation*” (HAKKI; BASKIN, 2015, topic §4.02[2][b]).

Desta feita, verifica-se que em relação ao que dispõe a quantificação de danos e, por conseguinte, a predominância das questões comuns sobre as individuais, as *securities class actions* ajuizadas com base na Seção 11 apresentam menos obstáculos à certificação e ao prosseguimento da ação coletiva, sendo suficiente a realização de um processo administrativo posterior ao julgamento para que os investidores apresentem seus certificados de aquisição e venda dos valores mobiliários, seguindo os critérios de limitação pré-fixados.

De toda sorte, em razão do ajuizamento de uma ação coletiva com base na Seção 11 comumente vir acompanhado de uma ação coletiva com base na Regra 10b-5, há casos em que a concepção de fraude é estendida ao ato de preenchimento do “*registration statement*”. Nestas oportunidades, a *securities class action* da Seção 11 torna-se também sujeita aos requisitos específicos sobre fraude previstos na *Federal Rule* 9(b), ainda que originalmente estivesse submetida tão somente aos requisitos gerais da *Federal Rule* 8, mais flexíveis.

#### 4.2.3 Considerações adicionais sobre o *Securities Act*

A questão da predominância da questão comum sobre as individuais, no caso das *securities class actions* ajuizadas com base na Seção 11 do *Securities Act*, é diversa daquela presente nas demandas suportadas pela Regra 10b-5 da SEC, havendo uma perspectiva maior de debate apenas em razão do *tracing*, o que pode ser mitigado com a redução do *class period* e a adoção de *lock-up agreements*, cuja celebração é a regra nas ofertas públicas que se processam perante as grandes bolsas de valores.<sup>153</sup>

Neste sentido, portanto, apesar deste trabalho não pretender extrapolar os limites do objeto já definidos nos capítulos introdutórios, é importante ressaltar que a *securities class actions* da Seção 11 tampouco são facilmente certificadas ou

---

<sup>153</sup> Ver nota de rodapé 151.

julgadas procedentes, o que demonstraria um desequilíbrio em favor dos investidores.

Apesar das questões estritamente vinculadas à predominância da questão comum sobre as individuais não apresentarem a mesma robustez conflitiva e teórica, quando comparadas àquelas da Regra 10b-5, o debate sobre a certificação da *securities class action* baseada na Seção 11 se intensifica no que diz respeito à “probabilidade do direito” da pretensão autoral (EISENBERG; 2015; topic §2.02[7]).

Até o julgamento de *Bell Atlantic Corp v. Twombly*, ocorrido no ano de 2007, a Suprema Corte diferenciava o juízo de “probabilidade do direito” das *securities class actions* baseadas em fraude, ordinariamente vinculadas à Regra 10b-5, daquelas com base na Seção 11 do *Securities Act*.

Nesta decisão, a Suprema Corte expressamente afastou a frequentemente citada decisão de *Conley v Gibson*, que durante mais de 50 anos determinou que as “*motion to dismiss*” somente não seriam rejeitadas caso “*não existissem fatos sobre os quais o demandado pudesse ser chamado a responder*”.<sup>154</sup>

Sob este novo paradigma, mesmo ações ajuizadas com base na Federal Rule 8, dentre as quais as *securities class actions* com base na Seção 11 do *Securities Act*, devem conter “*fatos suficientes para declarar que a tutela pleiteada é, de antemão, plausível*”,<sup>155</sup> alterando o padrão do juízo de “probabilidade do direito” de mera possibilidade para a provável procedência das teses autorais (EISENBERG, 2015, topic §2.02[7]).

Assim sendo, a partir deste entendimento a certificação passou a envolver diretamente a questão de probabilidade de procedência de pontos vinculados ao mérito em si; das próprias questões comuns. Neste sentido, corrobora Jonathan Eisenberg (2015; topic. §2.14[1]):

Em razão dos elementos “*scienter*” e “*reliance*” não serem típicas questões das ações coletivas relativas ao *Securities Act*, as defesas discutidas acima com respeito à “*scienter*” e “*reliance*” não serão tipicamente aplicadas; a discussão em relação ao “*loss causation*” aplica-se, mas o ônus da prova é invertido para o réu. De outro modo, a discussão sobre alegações sem fundamento, inferências não garantidas, apreciação de documentos fora dos autos, um padrão seguro para as declarações sobre previsões, a

<sup>154</sup> Tradução livre de: “*there (is) no set of facts on which (defendant) would be entitled to relief*”, trecho também citado em (EISENBERG; 2015; topic §2.02[7]).

<sup>155</sup> Tradução livre de: “*enough facts to state a claim to relief that is plausible on its face*”, trecho também citado em (EISENBERG; 2015; topic §2.02[7]).

ausência de falsidade, ausência de relevância, e pretensões envolvendo a transação de valores mobiliários internacionais, se aplicam.<sup>156</sup>

Desta forma, apesar de diferenças significativas no que diz respeito aos requisitos necessário para a certificação das espécies de *securities class actions* acima trabalhadas, reforça-se que a desnecessidade do atendimento dos requisitos constantes da *Federal Rule 9(b)*, vinculados à ocorrência de fraude, para as *securities class actions* ajuizadas com base somente na Seção 11 não importa em uma certificação antecipada para esta espécie de demanda coletiva.

Ambas, conforme ressaltado, são obrigadas a superar obstáculos para sua certificação e, eventualmente, sua procedência nos raros casos onde não há acordo anterior ao julgamento.

De toda sorte, fixadas as principais controvérsias e teorias que incidem sobre a fase de certificação das *securities class actions*, passa-se a especificar os fundamentos que justificam a inclusão da companhia emissora no polo passivo destas demandas, bem como qual seria o papel das *derivative actions* para a tutela daqueles que venham a ser prejudicados por ilícitos perpetrados pelos administradores de uma companhia.

## 5 LEGITIMIDADE PASSIVA E *DERIVATIVE ACTION*.

Nos Estados Unidos, o regime jurídico subjacente à relação entre os administradores da companhia e os acionistas decorre dos princípios jurisprudenciais relativos ao instituto do *agency*, que apesar da ausência de equivalente funcional estrito na teoria europeia-continental, seria abrangido pela definição de contrato de mandato (REYES, 2013, p. 122 e 165).<sup>157</sup> “a base deste negócio jurídico (*agency*) é o mútuo consentimento entre o mandante (*principal*) e seu mandatário (*agent*), que fazem sob o entendimento de que aquele controla a relação e este atua em nome e por conta do mandante”.

<sup>156</sup> Tradução livre de: “(...) because scienter and reliance are not typically at issue in Securities Act class actions, the defenses discussed above with respect to scienter and reliance will not typically apply; the discussion regarding loss causation applies but the burden of proof is shifted to the defendant. On the other hand, the discussion about conclusory allegations, unwarranted inferences, considering documents outside the pleadings, the safe harbor for forward looking statements, the absence of falsity, immateriality, and claims involving transnational securities transactions do apply”.

<sup>157</sup> No Direito brasileiro, apesar da prevalência da teoria orgânica, é interessante notar a inserção da ideia de mandato à atuação do administrador, nos termos do §2º do art. 1.011 do Código Civil: §2º. Aplicam-se à atividade dos administradores, no que couber, as disposições concernentes ao mandato.

Ante a relevância do contrato de mandato para o regime das sociedades estadunidenses, de pessoas ou de capital, organizou-se um Código no qual estão compiladas de forma sistemática as definições vinculadas a esta espécie contratual. O assim chamado *Restatement Second of the Law of Agency* (R2D), organizado pelo Instituto Americano de Direito (*American Law Institute*), além de conceituar o mandato (*agency*) como um contrato no qual há uma relação fiduciária fruto do consentimento de uma pessoa para que outra haja em seu favor e sujeito ao seu controle,<sup>158</sup> estabelece as relações de responsabilidade civil entre o mandante e o mandatário, bem como entre estes e terceiros que contratam com o agente.

Construídas com base nos custos inerentes a esta espécie contratual (*agency costs*), as definições inscritas no R2D demonstram, de antemão, a influência dos fundamentos econômicos na análise e aplicação do Direito às relações societárias.<sup>159</sup> Como assevera Francisco Reyes (2013, p. 123) ao exemplificar o tema, “os vínculos diretos que unem os acionistas majoritários com os minoritários e as relações indiretas entre a totalidade dos acionistas e os terceiros com os quais se vincula a sociedade (*stakeholders*)<sup>160</sup> suscitam relações de mandato em sentido econômico”.

Neste contexto e justamente em razão dos custos inerentes à execução das relações de mandato (*agency*), o regime de deveres e responsabilidades consolidado entre mandantes e mandatários torna-se regra de conduta que reflete todo o regime societário estadunidense, confundindo-se a própria construção trazida no R2D com esta perspectiva econômica.

Desta forma, partindo-se da premissa de que a incerteza e a complexidade representam elevados custos para qualquer empresa, sobretudo para as de grande

---

<sup>158</sup> Conforme §1º (1) do R2D.

<sup>159</sup> “A conduta oportunista dos administradores provoca um dos principais conflitos de interesse no interior da sociedade, sendo um dos maiores custos de agência (*agency costs*) que estão presentes na sociedade. Isso corresponde, em geral ao valor que deixa de ser auferido em razão da execução incompleta, por parte do agente, das tarefas esperadas pelo principal, assim como o custo decorrente da vigilância que o principal precisa exercer sobre o agente para evitar o descumprimento das prestações. Somente por meio de um exame rigoroso sobre a atividade do agente, poderá o principal atenuar o impacto econômico adverso que surge da atuação oportunista”. In: (REYES, 2013, p. 48).

<sup>160</sup> Segundo Jairo Saddi (2007, p. 347): “o conceito de stakeholder é de difícil transposição, mas pode ser resumido ao ponto de vista do agente que pode potencialmente afetar a firma. Ou seja, assim como o acionista – que também é um stakeholder –, há outros atores que têm o potencial, ou meios ou até mesmo os obstáculos para influenciar os objetivos corporativos. Uma das definições iniciais de R. Edward Freeman estabelece que *stakeholder* é aquele que tem algo a prêmio, tem interesse e pode afetar ou pode ser afetado pela organização da firma (transparecendo uma visão sociológica da empresa). Sua contribuição ao estudo coseado da firma é considerar cada agente econômico com vontades e agendas distintas, razões práticas (no sentido aristotélico) que podem não ser necessariamente coincidentes”.

porte e de capital pulverizado, nas quais a tomada de decisões por assembleia ensejaria grande lapso temporal e dispêndio financeiro, torna-se imprescindível que os acionistas deleguem a um grupo de administradores as faculdades legais para o exercício da atividade.

Neste sentido, já na clássica obra de Berle e Means, *The modern Corporation and Private Property* (1932), considerada uma das mais influentes na construção do *Corporate Law* estadunidense<sup>161</sup>, amplamente citada pela jurisprudência e doutrina, há a preocupação do crescente controle gerencial das companhias ante a pulverização de acionistas, refletindo na dissonância completa entre controle e propriedade da companhia e, por conseguinte, em potenciais conflitos de interesse. A ampla atribuição de faculdades aos administradores e o alto custo de vigilância por parte dos acionistas permite um comportamento oportunista por parte destes gerentes (REYES, 2013, p. 48).

Neste sentido ressalta James Cox (1985, p. 746), tomando por base o artigo *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), dos economistas Michael Jensen e William Meckling: “*com a separação da administração da propriedade nas companhias abertas, os gerentes que possuem uma pequena participação societária na companhia ficam sujeitos a forças que o direcionam naturalmente a maximizar sua própria utilidade em detrimento do benefício da companhia*”.<sup>162</sup>

Aliás, seguindo uma cronologia regressiva, os próprios Michael Jansen e William Meckling advertem em seu artigo que a preocupação acerca do potencial comportamento oportunista do administrador (ante os estímulos econômicos envolvidos na representação) já existia muito antes da grande expansão dos mercados mobiliários, citando (em destaque no *abstract* do artigo) o icônico trabalho de Adam Smith de 1776:

---

<sup>161</sup> Segundo Stephen Bainbridge (1993, p. 1034): “Não é uma interessante coincidência que o Rascunho n. 01 dos Princípios de Governança Corporativa do Instituto Americano de Direito (ALI) tenha sido publicado durante o quinquagésimo aniversário do trabalho de Berle? Não é igualmente impressionante que os membros do ALI tenham finalmente aprovado os Princípios durante o sexagésimo aniversário da obra “Modern Corporation”?”. Tradução livre de: “*Is it not interesting coincidence that Tentative Draft No. 1 of the American Law Institute’s (ALI) Principles of Corporate Governance (Principles) was published during the fiftieth anniversary of Berle’s work? Is it not equally striking that the ALI’s membership finally approved the Principles during The Modern Corporation’s sixtieth anniversary?*”.

<sup>162</sup> Tradução livre de: “*with the separation of management from ownership in public corporations, managers who hold a small ownership interest are thereby subject to forces that drive them naturally to maximize their own utilities rather than the firm’s wealth*”.

(...) a função dos membros da diretoria das companhias por ações não é a administração de seus próprios recursos, mas sim os de terceiros. Assim, não é razoável esperar que na custódia deste capital financeiro eles empreguem a mesma diligência que os sócios de uma companhia no trato de assuntos de seu próprio interesse teriam. Da mesma forma que ocorre com o mordomo de um homem próspero, os administradores estarão propensos a preocupar-se mais com os detalhes menores, em detrimento do cuidado com os pontos relevantes para o seu patrão, de modo que, com certa frequência, procurarão afastar-se do cumprimento adequado de seus deveres.<sup>163</sup>

Deste modo, a partir da identificação de que os custos da inexecução incompleta ou viciada, por parte do administrador (*agente*), das tarefas esperadas pelos acionistas (*principal*), se somam aos custos de vigilância suportados pelos acionistas para evitar o descumprimento das referidas prestações,<sup>164</sup> surge o interesse na criação de mecanismos que reduzam tais custos, inerentes à delegação de poderes.

Neste contexto, enfatiza Stephen Bainbridge (2007, p. 05), o desenvolvimento do *Corporate Law* nos Estados Unidos trouxe três principais caminhos para a mitigação dos custos de agência: (a) reunir propriedade e controle, estimulando o controle dos acionistas sobre a companhia; (b) utilizar da governança corporativa, que além de incorporar mecanismos legais e de mercado para mitigar os desvios por parte dos administradores, autoriza a revisão judicial das condutas destes gestores que tenham se afastado dos deveres de cuidado e lealdade devidos aos acionistas; e (c) alinhar os interesses de administradores e acionistas por meio de vinculação entre remuneração e dividendos, bem como criar mecanismos

<sup>163</sup> Tradução realizada por Francisco Reyes, que também enfatiza em seu texto a passagem escolhida por Jensen e Mackling sobre a obra de Adam Smith, no original assim redigida: “*The directors of such [joint-stock] companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*”.

<sup>164</sup> “A teoria dos custos de agência também é um elemento crucial para a análise econômica do Direito Societário. Aquilo que os economistas classificam como problemas de agência (*agency problems*), no sentido mais genérico da expressão, corresponde às dificuldades que surgem quando o bem-estar de uma das partes, denominada principal (principal), depende das ações executadas por um terceiro, denominado agente (agent). O problema consiste em motivar o agente para que ele atue em benefício do principal, ao invés de agir buscando o seu próprio bem-estar. Praticamente todas as relações negociais em que uma das partes (o agente) se compromete com uma prestação em favor de um terceiro (o principal) estão expostas a problemas de agência. A essência desta questão reside no fato de que, em geral, o agente detém mais informações e com melhor qualidade, em relação ao principal, no que diz respeito aos fatos mais relevantes da sociedade. O principal não pode, sem incorrer em custos, garantir que o agente cumpra com o que foi acordado entre as partes. Como consequência, o agente poderia estar inclinado a atuar de maneira abusiva, mediante uma execução descuidada da prestação ou, ainda pior, poderia aproveitar-se de maneira indevida dos benefícios privados da administração. In: (REYES, 2013, p. 49-50)

tributários que busquem estimular o administrador a adquirir valores mobiliários da companhia.<sup>165</sup>

Dentre estes instrumentos, há que se destacar os mecanismos de revisão jurídica das condutas dos gestores que estiverem em dissonância com os deveres de cuidado e lealdade devidos aos acionistas, mais especificamente ao direito de ingresso das *derivative actions*.

Como a vigilância excessiva não é economicamente eficiente, até mesmo em razão da profunda assimetria informacional existente entre os administradores e os acionistas, em muitos casos a inadequação das condutas praticadas pelos agentes somente são reveladas após a ocorrência de danos aos acionistas,<sup>166</sup> que tomados em conjunto, são identificáveis com a própria sociedade.

Deste modo, as *derivative actions* surgem, sobretudo, como um instrumento *ex post* de proteção aos acionistas, disponível justamente para situações nas quais a assimetria informacional e incapacidade de vigilância perante os administradores tornem imprevisível a ocorrência do dano pelo descumprimento dos deveres de lealdade e cuidado. Há, portanto, uma preocupação eminentemente indenizatória.<sup>167</sup>

<sup>165</sup> Tais objetivos buscam evitar situações como a narrada por Galbraith (p. 44, 2004): “Por um jetom e uma ou outra refeição, os membros do Conselho são de tempos em tempos informados pelos administradores sobre o que já foi decidido ou sobre o que já é sabido. A aprovação é certa, inclusive quanto à remuneração dos administradores, estabelecida por eles mesmos e que pode ser, é óbvio, generosa”.

<sup>166</sup> “Como anotado anteriormente, uma separação da propriedade do controle caracteriza as companhias abertas, causando distintas assimetrias informacionais que acompanham o mau comportamento gerencial. Em razão destas assimetrias, os danos à corporação e, por seu turno, aos acionistas, frequentemente ocorre antes destes acionistas terem qualquer base razoável para preocupações”. Tradução livre de: “*As noted earlier, a separation of ownership from control characterizes public corporations, causing distinct informational asymmetries to accompany managerial misbehavior. Because of these asymmetries, harm to the corporation and, in turn, the shareholders, often occurs before shareholders have any reasonable basis of concern. Shareholders become aware of misfeasance only after its full impact is felt*”. In: (COX, 1985, p. 758).

<sup>167</sup> Destaca-se, aqui, inclusive, que a existência da possibilidade de indenização, contudo, não afasta a necessidade de vigilância a ser protagonizada pelos acionistas durante a execução do contrato de mandato a fim de evitar a conduta ilícita. Para isto, os acionistas devem estar cientes acerca da companhia auditora, adoção ou não, no caso companhias fechadas, da SOX (abreviatura da lei *Sorbone Oxley*, criada após os escândalos da *Enron*, *Worldcom*, *Tyco*, dentre outros, com o objetivo de intensificar os mecanismos de controle preventivo dos administradores nas companhias) e outras medidas pertinentes. Neste sentido, inclusive, no julgamento pelo 7<sup>th</sup> Circuit da *derivative action* no caso *Cenco Inc. v. Seidman & Seidman* (1982), o Juiz e doutrinador Richard Posner entendeu que a ação derivativa ajuizada em face dos auditores da companhia à época do cometimento da fraude pelo administrador, justamente por permitirem a ocorrência da fraude, não se justificaria em razão da obrigação primária em supervisionar os administradores da companhia ser dos próprios acionistas. Neste sentido, entendendo que o menor custo de supervisão seria destes últimos, negou seguimento à demanda. Apesar de criticada ante a observação por alguns de que o custo de vigilância necessária para os investidores apurarem a fraude seria muito superior ao demandado pela auditoria (COX, 1985, p. 756-758), o que contrariaria o princípio do “*cheap cost avoider*” (CALABRESI, 1984, p. 107-118), é uma referência jurisprudencial relevante que demonstra a necessidade da vigilância contínua de forma razoável pelos acionistas, não podendo pleitear indenização, seja em face dos administradores, seja em face de quem fora contratado para supervisioná-los, sem que tenha efetivamente monitorado aquele que foi eleito para guiar a companhia no dia-a-dia empresarial.

Regulado pela *Federal Rule 23.1* do *Federal Rules of Civil Procedure*, as *derivatives actions* podem ser ajuizadas por um ou mais acionistas no intuito de dar efetividade a uma pretensão da companhia, cabendo a este acionista (ou grupo) representá-la em juízo. A representação, inclusive, obriga a uma análise de adequação da representatividade a ser aferida perante a Corte, haja vista a necessidade de que sejam tutelados os interesses dos demais acionistas ausentes na propositura da demanda.

E conforme dispõe a alínea (b)(3)(A), o interesse de agir deste acionista ou grupo de acionistas pode surgir da negativa por parte dos administradores em ajuizar medida judicial cabível em proveito da companhia, situação esta que se encaixa, justamente, na hipótese de conflito de interesses entre diretoria e acionistas. Afinal, se determinado dano é causado à companhia por uma conduta indevida dos administradores, não há interesse em ajuizar uma medida ressarcitória contra si próprios. Aliás, muito pelo contrário, a depender dos administradores, o interesse é evitá-la ao máximo.

E mesmo em situações nas quais os administradores que atuaram em desconformidade com seus deveres de ofício já não compõem os quadros da companhia ao tempo da revelação dos fatos, é bastante crível que a nova diretoria fique receosa em demandar contra a sua própria “classe”,<sup>168</sup> gerando potenciais precedentes que tornem determinadas condutas tomadas por si indenizáveis perante as companhias para as quais trabalhem ou venham a trabalhar. Há também nestes casos, portanto, conflito de interesses.

Apesar das *derivative actions* não se limitarem a perquirir indenizações frente aos administradores, uma vez que as pretensões da companhia podem derivar de inúmeras situações do dia-a-dia, o interesse dos acionistas em ajuizar medida desta natureza surge, efetivamente, apenas quando o administrador deixa de tomar medida judicial cabível em favor da companhia.

Desta feita, e partindo das definições trazidas no R2D em relação ao contrato de mandato, verifica-se que a pretensão de responsabilidade civil existente nas *derivative actions* decorre da posição dos acionistas (cujo papel é de

---

<sup>168</sup> Não se trata aqui de “classe” no sentido de grupo homogêneo que demanda em juízo coletivamente, mas sim no sentido de “classe” laboral; daqueles que desempenham função equivalente (classe dos advogados, classe dos jornalistas, classe dos executivos, e etc.).



representação da totalidade dos acionistas,<sup>169</sup> equiparando-se aos interesses da própria companhia, conforme dispõe a própria *Federal Rule 23.1*)<sup>170</sup> como “principais”, ou “mandantes”, e dos administradores como “agentes”: “*R2D -§401. Responsabilidade por danos causados: um agente é sujeito à responsabilização por danos causados ao principal por qualquer rompimento de dever*”.<sup>171</sup>

Neste sentido, portanto, verifica-se que mesmo que as *derivative actions* sejam manejadas por um ou alguns acionistas, a sua representativa em relação à totalidade de acionistas os vincula de forma estrita aos interesses da companhia, dentre os quais a sobrevivência da atividade empresarial, a lucratividade e o crescimento são elementos essenciais.

Por esta razão, e por convergir os interesses mais básicos da própria companhia aos interesses dos acionistas, uma das características das *derivative actions* é a sua identificação com aquele perfil de investidor que busca na empresa uma rentabilidade de médio e longo prazo, em que a preocupação com a lucratividade não se resume à diferença no preço de compra e venda de valores mobiliários.<sup>172</sup>

Tendo em vista esta perspectiva, vislumbra-se que a *derivative action* é insuficiente para tutelar aqueles acionistas que, a despeito de terem sido lesados pela ocorrência da fraude cometida pelos administradores, não possuem interesse ou mesmo a possibilidade de continuarem vinculados à companhia. Neste contexto, se aclara a distinção entre o objeto das *derivative actions* e das *securities class actions*.

Quando há o cometimento de uma fraude por um administrador, que reflete no “inchaço” nos preços de aquisição dos valores mobiliários, a indenização pelas perdas provocadas por este sobrepreço é devida a todos os investidores que, tal

<sup>169</sup> Conforme destaca Emerson Dal Pozzo (2012, p. 25), a teoria da representação foi historicamente muito importante para a análise das relações de administração das sociedades, sendo ainda muito comum nos países de tradição anglo-saxão. Contudo, nos países de tradição europeia-continental, este modelo acabou sendo superado, sobretudo, pela chamada teoria orgânica, sob a qual os administradores tornar-se-iam, justamente, “órgãos” da sociedade.

<sup>170</sup> Apesar da própria equiparação feita pela *Federal Rule 23.1*., é interessante notar que esta representação da totalidade dos acionistas, mesclando-se a posição de principal com a companhia, e não com cada acionista, enseja controvérsia na doutrina dos Estados Unidos, tendo sido questionado, inclusive, a adequação da teoria do contrato de mandato (*agency*) como suficiente para a explicação das relações societárias e da própria *derivative actions*. Neste sentido, (DEMOTT, 2002).

<sup>171</sup> Tradução livre de: “*§401. Liability for Loss Caused: An agent is subject to liability for loss caused to the principal by any breach of duty*”.

<sup>172</sup> Perfil de investidor equivalente à dos adeptos da análise fundamentalista, já analisada no tópico 4.1.1.4.

como explicitado no capítulo anterior, realizaram a operação com base na manipulação de informações perpetrada pela companhia emissora.

Diferentemente das *derivative actions*, não há necessidade do investidor manter-se como acionista por um período condizente com a eventual recuperação pela própria companhia das perdas relativas à conduta do administrador que infringiu os deveres de conduta.<sup>173</sup>

Mais do que isto, apesar do acionista gozar da condição de “*principal*” na relação de “*agency*” existente com os administradores, é apenas após a aquisição dos valores mobiliários que esta relação se configura. Assim, no momento em que assume informações para compra (refletido no preço “inchado” do valor mobiliário), o investidor ainda se encontra em uma posição de terceiro em relação à companhia e, portanto, de terceiro na relação de agência existente entre acionistas e administradores.

E neste sentido, aplicam-se as regras atinentes à responsabilidade civil do “*principal*”, ou seja, dos acionistas (tomados em seu conjunto, equiparando-se à própria companhia), em razão dos danos causados pela atuação do “*agente*” a “*terceiros*”, nos termos do que dispõe o R2B:

R2B - §140: Responsabilidade baseada em princípios de agência. A responsabilidade do principal frente a um terceiro em razão de uma transação conduzida pelo agente, ou da transferência de seus interesses por um agente, pode ser baseada sobre o fato de que:

- (a) o agente estava autorizado;
- (b) o agente estava aparentemente autorizado;
- (c) o agente tinha um poder emanando da relação de agência, poder este que não seria dependente de uma autoridade ou aparente autoridade.<sup>174</sup>

Assim sendo, tendo em vista que a posição dos administradores em uma companhia aberta se enquadra nas hipóteses de representação previstas nas alíneas do §140 do R2B, esta sociedade, pressupondo sua equiparação ao conjunto de acionistas, responde como principal frente aos terceiros investidores que adquiraram valores mobiliários com base em informações manipuladas por seus administradores. Sobre este papel “bivalente” da companhia como entidade

<sup>173</sup> Remetando à explicação dos perfis de investidor realizada no tópico 4.1.1.4, é possível perceber que aqueles que adotam a análise técnica não serão ressarcidos pela *derivative action*. Evidente, contudo, que apesar da dicotomia apresentada entre análise técnica e análise fundamentalista, trazendo consigo as principais características de cada escola de investimento, muitos investidores assumem um perfil intermediário, fugindo de polarizações.

<sup>174</sup> Tradução livre de: “§140. Liability Based Upon Agency Principles The liability of the principal to a third person upon a transaction conducted by an agent, or the transfer of his interests by an agent, may be based upon the fact that: (a) The agent was authorized; (b) The agent was apparently authorized; or (c) The agent had a Power arising from the agency relation and not dependent upon authority or apparent authority.”.

autônoma, mas equiparável ao conjunto de acionistas, imprescindível a ponderação de Stephen Bainbridge (2007; p. 03-04):

Por uma definição legal, a companhia é uma entidade inteiramente separada daqueles que a possuem e que trabalham para ela. Para a maioria dos propósitos, a corporação é tratada como se fosse uma pessoa jurídica, tendo a maioria dos direitos e obrigações de pessoas reais, e tendo uma identidade totalmente diferente de seus constituintes. (...) embora a personalidade jurídica da companhia obviamente seja uma ficção, ela é muito funcional. (...) Apesar da utilidade da ficção da pessoa jurídica corporativa, é fundamental recordar que o tratamento de uma companhia como uma entidade separada das pessoas não tem nenhuma relação com a realidade econômica. A companhia não é uma entidade, mas um agregado de vários “*stakeholders*” agindo conjuntamente para a produção de bens e serviços.<sup>175</sup>

Deste modo, portanto, justamente por representar a companhia, a análise dos requisitos materiais para a identificação da responsabilidade civil da companhia recai sobre a conduta do agente. Em outras palavras, no caso de responsabilidade civil por ato fraudulento, como nas *securities class actions* com base na Rule 10b-5, a companhia responde se ficar demonstrado que o agente estava atuando na intenção de fraude.<sup>176</sup>

Ainda, mesmo que o investidor já fosse acionista da companhia, há que prevalecer, para os específicos valores mobiliários adquiridos no *class period*, a sua posição de investidor estranho à relação de agência existente entre acionistas e administradores. Afinal, justamente pelo fato do valor mobiliário promover relações autônomas entre investidor, acionistas, administradores e a própria figura jurídica da companhia, da mesma forma deve ser analisada a posição jurídica do adquirente.

É desta característica que decorre a maior amplitude das *securities class actions* no que diz respeito aos perfis de investidores tutelados.

Tanto aqueles que adquiriram os valores mobiliários como investimentos de longo prazo, como aqueles que os adquiriram diante de boas perspectivas de aumento no preço dos valores mobiliários em um curto intervalo de tempo, são potencialmente passíveis de ressarcimento pelo sobrepreço existente em suas

<sup>175</sup> Tradução livre de: “As a legal matter, the corporation is an entity wholly separate from the people who own it and work for it. For most purposes, the corporation is treated as though it were a legal person, having most of the rights and obligations of real people, and having an identity wholly apart from its constituents (...) although the corporation’s legal personality obviously is a fiction, it is a very useful one. (...) Despite the utility of the fiction of corporate legal personhood, it is critical to remember that treating the corporation as an entity separate from the people making it up bears no relation to economic reality. The corporation is not an entity but an aggregate of various stakeholders acting together to produce goods or services.”

<sup>176</sup> A investigação do requisito da “*scienter*” para a configuração de fraude, portanto, recai sobre a análise dos administradores. Em razão desta questão não implicar mais ponderações acerca da possibilidade de tratamento coletivo da controvérsia, não houve seu aprofundamento no presente trabalho.

aquisições, bastando para tanto a comprovação de que tal operação se dera no *class period*.<sup>177</sup>

Neste sentido, portanto, há uma relação de complementariedade, e não contrariedade, entre as *securities class actions* movidas em face da companhia e as *derivative actions* movidas em favor da companhia pelos acionistas. Afinal, será possível o ressarcimento independentemente do interesse do investidor em continuar, ou não, vinculado à companhia após a ocorrência da fraude.

Por todo o exposto, portanto, além de não ser possível negar a legitimidade das companhias emissoras para figurar no polo passivo das *securities class actions*, verifica-se o papel complementar entre estas últimas e as *derivative actions*, apesar do alardeamento por alguns em sentido contrário.<sup>178</sup>

## **6 TUTELA COLETIVA DE INVESTIDORES NO BRASIL: O QUE É POSSÍVEL INCORPORAR PARA MAIOR EFETIVIDADE.**

O presente capítulo tem por objetivo apresentar o atual estágio da tutela coletiva de investidores no Brasil, bem como quais as possíveis inferências que a análise das *securities class actions* dos Estados Unidos pode trazer para o debate sobre sua efetividade.

### **6.1 O ESTADO DA ARTE.**

Com a instituição da ação civil pública, pela lei n.º 7.347/985, houve uma verdadeira inovação no que diz respeito à tutela coletiva no Brasil. Se até então vigorava tão somente o instrumento da ação popular, com limitações substanciais, como a restrição da legitimidade ativa apenas aos cidadãos (que apesar de terem de arcar com os custos do litígio (OSNA, 2014, p. 63), não teriam qualquer vantagem direta com seu resultado), a ação civil pública propiciou que um agente público (em

<sup>177</sup> É importante destacar a possibilidade do investidor em adquirir valores mobiliários no *class period*, vendê-los após a revelação da fraude (o que lhe sujeitaria de modo mais evidente à *securities class actions* ante a “realização” do prejuízo), e em seguida adquirir novos valores mobiliários, mantendo sua posição de acionista.

<sup>178</sup> Neste sentido, Luiz Cantidiano, ex-presidente da CVM em entrevista à Reuters: “*A class action é uma indústria na qual quem menos ganha são os acionistas*”. Disponível em: <http://br.reuters.com/article/businessNews/idBRKCN0YU28G>. Acesso em: 30.01.2017.

regra o Ministério Público) tornasse factível e viável a tutela dos direitos transcendentais ao indivíduo.

Contudo, foi após a complementação legal trazida pelo Código de Defesa do Consumidor de 1990 (lei n.º 8.078/90), com a categorização de direitos individuais homogêneos, difusos e coletivos, e as referências claras ao instrumento da ação civil pública, que a tutela coletiva brasileira passou a oferecer um maior impacto na realidade dos foros (OSNA, 2014, p. 65). A conciliação entre a lei n.º 7.347/85 e 8.078/90, a serem interpretadas de forma una em razão de sua vinculação recíproca, passou a constituir o chamado microssistema de tutela coletiva brasileiro, principal regente das normas processuais e definições incidentes sobre a matéria.

De toda sorte, mesmo antes da entrada em vigor do Código de Defesa do Consumidor, foi promulgada a lei n.º 7.913/89, que dispôs especificamente sobre a ação civil pública no mercado mobiliário.<sup>179</sup> Com a finalidade de proteger os investidores, a lei autorizou o tratamento coletivo tanto da tutela para impedir o ilícito como para o ressarcimento por danos,<sup>180</sup> o que demandou esforço por parte da

<sup>179</sup> Interessante a exposição de motivos do projeto de lei (exposição de motivos 351/88) que levou à promulgação da lei 7.913/89, ao anotar que: “1. A crescente pulverização das participações acionárias no mercado de valores mobiliários possibilitou a criação de um tipo especial de consumidor – que é o titular desses valores – minoritário na estrutura de poder da sociedade, inteiramente despreparado para enfrentar os sofisticados mecanismos de negociação em bolsas ou balcão. 2. Outrossim, os prejuízos causados a esses investidores por infrações cometidas nesse mercado, embora atinjam imediatamente uns poucos identificados, mediatamente, dizem respeito a toda uma massa de indivíduos que, embora igualmente lesada, desconhece o direito que possuem de exigir o ressarcimento de seus prejuízos. 3. Basta atentar, *exempli gratia*, para o caso de utilização de informação privilegiada, quando o comprador ou o vendedor de ações ignora a atuação de administradores ou de pessoas que constituem os insiders. 4. Em tais circunstâncias, apesar de os prejuízos do investidor, isoladamente considerados, serem de pequeno vulto, não justificando os custos de uma demanda judicial, quando somados atingem quantias expressivas, superiores mesmo ao proveito auferido pelos infratores, desde que considerada como nexo causal a própria ação ou omissão e não a relação jurídica contratual resultante do pacto firmado entre compradores e vendedores. 5. Assim sendo, a defesa dos interesses pertinentes a toda uma classe de investidores constitui, por sua especial relevância, no que tange à normalização do mercado de valores mobiliários, dever do Estado proteger os interesses difusos do elevado número de pequenos investidores que nele aplicam suas poupanças. 6. Nessas condições, visando ao atingimento desse desiderato, tenho a honra de submeter a elevada consideração de Vossa Excelência o incluso anteprojeto de lei que ‘dispõe sobre a legitimação do Ministério Público para propositura das ações de responsabilidade por danos causados ao investidor no mercado de valores mobiliários’. 7. A medida em foco, cumpre seja ressaltado, preenche lacuna da legislação existente, buscando atender aos reclamos que a chamada ‘sociedade de massas’ vem constantemente exigindo do jurista e da doutrina, para que criem novos instrumentos de proteção aos interesses do cidadão, não adstritos às ações do modelo conservador em que a legitimação para agir pressupõe um direito subjetivo do titular. 8. Finalmente, considerando-se a presença de interesses de toda uma comunidade, comete-se ao Ministério Público a capacidade de agir na defesa do seu interesse, o que se coaduna com o mister que lhe é tradicionalmente imputado, na condição de ‘fiscal de lei’, qual seja atuar em prol da sociedade como um todo pela preservação dos direitos metaindividuais”. Diário do Congresso Nacional, Seção II, 26 de outubro de 1989, pg. 6.255.

<sup>180</sup> Em razão da opção feita pelo recorte metodológico ainda nos capítulos introdutórios, somente será analisada a tutela indenizatória, deixando-se para outra oportunidade a análise da tutela inibitória.

doutrina em identificar qual seria a natureza dos direitos a que fazia referência esta legislação.

Segundo Ada Pellegrini Grinover, a lei n.º 7.913/89 teria por objetivo proteger a categoria que posteriormente viria a ser conhecida como “direitos individuais homogêneos”, nos termos do art. 81 do CDC (2005, p. 793). Da mesma forma, Antônio Gidi também inclui os direitos por si tutelados na categoria dos “direitos individuais homogêneos” (1995, p. 19), ressaltando, assim como Grinover, que tal expressão era ainda, ao tempo da promulgação da legislação específica sobre tutela coletiva de investidores, desamparada de natureza conceitual.<sup>181</sup> Tal conclusão decorreria do fato de que a lei n.º 7.913/89, ao tratar de proteger investidores e acionistas minoritários, explicitamente coletiviza a tutela individual a que cada um teria direito em razão das potenciais perdas sofridas em razão das condutas dos administradores ou grupos controladores (ZACLIS, 2007, p. 153-154).

Concomitantemente a isto, em razão do texto da lei n.º 7.913/89 se restringir às suas hipóteses de cabimento (art. 1º) e de uma específica disposição sobre a distribuição do valor da condenação (art. 2º)<sup>182</sup>, a previsão de subsidiariedade da lei n.º 7.347/85 (art. 3º)<sup>183</sup> torna-se a fonte principal sobre as regras do rito a ser seguido na ação civil pública do mercado mobiliário. Com isto, e por força da leitura da lei n.º 7.347/85 estar vinculada ao microsistema de tutela coletiva, se faz necessária a aplicação dos dispositivos de acordo com a categoria dos direitos coletivos,<sup>184</sup> razão pela qual os direitos tutelados pela lei n.º 7.913/89, definidos pela doutrina como individuais homogêneos, fazem incidir as regras específicas para tanto, previstas, por sua vez, nos arts. 91 e seguintes do Código de Defesa do Consumidor.

Deste modo, enquanto a lei n.º 7.913/89 apresenta os requisitos materiais para o ajuizamento da ação coletiva, o rito procedimental se submete integralmente

---

<sup>181</sup> Da mesma forma, Rodolfo Mancuso (1995, p. 445) e Lionel Zaclis (2007, p. 157).

<sup>182</sup> Que foi alterada pela lei 9.008/95, vinculando a distribuição da condenação ao regime comum da lei da ação civil pública, destinada aos fundos federais e cuja regulamentação para indenizações por danos individuais homogêneos é realizada no art. 100 do Código de Defesa do Consumidor, quando a criação do fundo é adiada nos termos do art. 100. A disposição específica apenas aumenta o prazo de 01 ano do art. 100 para 02 anos, nos termos do art. 2º.

<sup>183</sup> A Lei 7.913 possui apenas 05 artigos, sendo que os art. 4º dizem respeito à data de vigência da lei e o 5º sobre a revogação de disposições em contrário. Em resumo, as disposições de cunho normativo são distribuídas em apenas 03 artigos.

<sup>184</sup> Art. 21 da lei da ação civil pública: Art. 21. Aplicam-se à defesa dos direitos e interesses difusos, coletivos e individuais, no que for cabível, os dispositivos do Título III da lei que instituiu o Código de Defesa do Consumidor. (Incluído Lei nº 8.078, de 1990).

àquele genericamente previsto pelas leis n.º 7.347/85 e 8.078/90 para as ações civis públicas ajuizadas para a tutela de direitos individuais homogêneos, excepcionando-se tão somente o prazo para habilitação dos investidores lesados após a condenação, que pelo art. 100 do Código de Defesa do Consumidor é de um ano, enquanto o art. 2º da lei n.º 7.913/89 prevê dois anos.

A lei n.º 7.913/89 estabelece, portanto, as condutas autorizadoras da ação coletiva, e de modo não taxativo, o que se conclui pelo emprego da expressão “especialmente quando decorrerem de” antes do rol legal que abrange “operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários”, operações de *insider trading*, e “omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa”, definições estas regulamentadas pelas instruções normativas<sup>185</sup> emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Neste sentido, apesar da relevância e do rico debate acerca da identificação das condutas autorizadoras da ação coletiva, o tema se afasta do escopo do presente trabalho ao ingressar com profundidade no mérito acerca da procedência ou não da ação coletiva. Afinal, apesar de se tratar de um requisito para o ingresso da ação coletiva, as questões eventualmente suscitadas fazem jus à conduta objetivamente considerada dos administradores, ponto inelutavelmente comum aos investidores lesados.

Desta forma, percebe-se que a análise acerca da efetividade da tutela coletiva dos investidores no Direito brasileiro, ou seja, da perspectiva processual do tratamento coletivo da questão comum, recai sobre as mesmas problemáticas

---

<sup>185</sup> Dentre as instruções normativas da CVM mais relevantes para a identificação das condutas autorizadoras da ação civil pública perante o mercado mobiliário, destacam-se a instrução normativa 400/03 e 358/02:

Instrução 400/03, art. 1º: “Esta Instrução regula as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e tem por fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas.”.

Instrução 358/02, art. 1º: “São regulados pelas disposições da presente Instrução a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante, a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, e, ainda, na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, e a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.”.

existentes no tratamento dado às ações civis públicas em geral, regulado pelo microssistema de tutela coletiva.

Importa frisar, contudo, que apesar da identidade entre a análise da viabilidade da tutela coletiva dos investidores e a análise de questões comuns ao gênero das ações civis públicas movidas para proteger direitos individuais homogêneos, o escopo do presente trabalho é justamente investigar, dentre estas temáticas, aquelas que necessariamente sofrem a ingerência das peculiaridades desta específica espécie de ação civil pública. De outro modo, se estaria a alterar o objeto da presente pesquisa para a análise da efetividade da ação civil pública em comparação às *class actions*, objeto este sobre o qual já se debruçou renomada doutrina.

De toda sorte, mesmo diante das limitações impostas pelo recorte metodológico, há uma considerável lacuna na estreita área em que as peculiaridades do direito material do mercado mobiliário refletem sobre questões processuais relativas às ações civis públicas, e que ora se passa a analisar.

## **6.2 IDENTIFICAÇÃO DAS PRETENSÕES INDIVIDUAIS E O SEU PROCESSAMENTO EM ACORDO COM O MODELO DE AÇÃO CIVIL PÚBLICA NO BRASIL**

A figura dos “direitos individuais homogêneos”, segundo a doutrina de Sérgio Cruz Arenhart (2007), Gustavo Osna (2014), Aluisio Gonçalves de Castro Mendes (2009), Elton Venturi (2009) e Teori Zavascki (2006), se identifica como uma construção de natureza processual (OSNA, 2014, p. 72), a partir da qual se coletiviza o tratamento de uma pluralidade de pretensões individuais divisíveis.<sup>186</sup>

Assim sendo, a identificação de direitos individuais homogêneos, em verdade, se resume à identificação de pretensões individuais dos investidores que

---

<sup>186</sup> Demonstrando esta característica, Elton Venturi (2009, p. 35) “Se para a tutela de direitos essencialmente transindividuais a única via de acesso efetivo ao Poder Judiciário são as ações coletivas, o mesmo não pode se afirmar quanto à defesa dos direitos individuais, divisíveis sob o prisma da pretensão de direito material. Para a tutela de direitos individuais, o sistema processual sempre deu proteção através das correlatas ações individuais. A princípio, as ações individuais deveriam proporcionar efetivo acesso à tutela jurisdicional estatal (...). Entretanto, diante das limitações do sistema de tutela individual para as questões de conflito massificado, idealizou-se uma abertura no sistema de tutela jurisdicional coletiva para autorizar também a proteção coletiva desta categoria especial de interesses individuais.”. Na mesma linha, Osna (2014, p. 75): “Em nossa visão, a coletivização de interesses por meio dos ‘direitos individuais homogêneos’ representa uma escolha procedimental que não enseja qualquer modificação na estrutura de seu suporte e não confere qualquer atributo especial à visão clássica de ‘direito subjetivo’”.



sejam replicadas, ou seja, que gozem dos mesmos pressupostos fáticos e jurídicos. O interesse na técnica de coletivização, portanto, decorre de sua perspectiva de julgamento uniforme com menor sobrecarga do Judiciário em situações jurídicas idênticas, criadas pela massificação da sociedade.

Não por acaso as ações civis públicas para a tutela dos direitos individuais homogêneos foram reguladas pelo Código de Defesa do Consumidor e se expandiram nas relações de consumo massificadas, tanto de produtos como de serviços.

Diante de uma base objetiva comum proporcionada pelo mesmo produto e pelo mesmo contrato (adesão), nas relações de consumo fica simplificada a identificação do nexo causal, dos contornos do ilícito praticado pelo fornecedor (incluindo aqui elementos de culpa ou dolo, incidentes quando se trata de responsabilidade subjetiva, exceção no CDC), e do abstrato dano provocado pela cobrança de tarifa abusiva ou produto defeituoso, bastando para tanto a sua apuração em sede liquidação individual.

Em outras palavras, os elementos da responsabilidade civil, independentemente de ser subjetiva ou objetiva, são apreciáveis de forma objetiva no caso de relações de consumo massificadas, recaindo a subjetividade da relação individual com cada consumidor na apuração do *quantum* devido. Novamente, não por acaso, o CDC prevê que após a procedência da ação civil pública se requeira dos consumidores sua apresentação em juízo para liquidação da sentença.

Um exemplo clássico seria o ajuizamento de uma ação civil pública para a tutela de pretensões individuais idênticas em relação à abusividade de determinada tarifa cobrada mensalmente por uma companhia telefônica. De plano, a ilicitude e o nexo causal seriam idênticos para todos os consumidores, uma vez que a tarifa, se ilegal, estaria prevista em contrato de adesão fornecido para todos os consumidores, vinculando a ilicitude ao dano decorrente de seu pagamento. Por consequência, o dano abstrato seria correspondente ao valor da tarifa indevidamente cobrada nos contratos de adesão, devendo ser apurado em sede de liquidação individual apenas qual o período no qual tal tarifa teria sido cobrada (se por uma prestação de serviços mensais, como telefonia, por exemplo) e efetivamente paga por cada consumidor.

Mesmo que haja o debate sobre a apuração de culpa ou dolo, necessária para a identificação de repetição em dobro<sup>187</sup> dos valores pagos indevidamente pelos consumidores, esta análise é apreciável de forma objetiva. Para sua configuração, basta que a instrução demonstre a má-fé por parte da companhia telefônica em relação à ilegalidade da tarifa, o que seria apurável, a título de exemplo, por multa anterior da ANATEL sobre a ilegalidade da tarifa ou, ainda, a assinatura de TAC no qual houvesse acordo para o afastamento de sua cobrança. Em outras palavras, para a identificação da responsabilidade civil da fornecedora, não haveria a necessidade de apreciação de subjetividades vinculadas à relação individual com cada consumidor.

Contudo, na tutela coletiva de investidores, há uma modificação neste panorama, uma vez que, além do momento de identificação do *quantum*, há outra subjetividade no que diz respeito ao nexo causal.

Ao contrário do contrato de adesão, que vincula a ilicitude ao dano, a pretensão do investidor somente se configura quando a operação financeira por si realizada, e que lhe gerou danos, baseou-se na conduta ilícita da companhia emissora, ou seja, no conjunto de informações manipuladas.

Há, portanto, uma variável subjetiva para a identificação do nexo causal. É para ajudar a preencher este vazio doutrinário e jurisprudencial que a análise do Direito estadunidense é bem-vinda.

No Brasil, para que se configure o nexo causal entre a conduta ilícita da companhia emissora ou dos administradores e o dano suportado pelo investidor, há que se vincular tal conduta com a realização pelo investidor da operação que lhe fora prejudicial. Há, portanto, a necessidade de demonstração que a operação somente se realizou em razão das informações falsas prestadas, ou então que, apesar de verdadeiras e relevantes, foram omitidas pela companhia.

Neste sentido, a doutrina estadunidense torna-se interessante em razão de sua aptidão em tornar viável a transposição deste ônus pelos investidores sem que haja a necessidade de uma ampla e irrestrita demonstração probatória individual neste sentido. As presunções construídas em *Affiliated Ute* e *Basic*, para as *securities class actions* que pressupõe a ocorrência de fraude no mercado secundário, e a presunção de confiança na declaração da companhia para a

---

<sup>187</sup> AgRg no AREsp 460.383/RJ, Rel. Ministro JOÃO OTÁVIO DE NORONHA, TERCEIRA TURMA, julgado em 03/04/2014, DJe 11/04/2014.

realização de abertura de capital (*registration statement*), vinculadas, portanto, ao mercado primário, são fundamentais para que a responsabilidade civil no mercado mobiliário não se restrinja apenas a grandes *players*, os quais movimentam recursos suficientes para a superação dos custos e dos riscos de uma medida judicial desta natureza.

Neste contexto, a lei n.º 7.913/89, apesar de não distinguir de forma precisa o que seria fraude por omissão ou ação, bem como em que mercado (primário ou secundário) tais condutas poderiam ocorrer, não prejudica a interpretação analítica de acordo com a divisão construída pela doutrina estadunidense, sobretudo quando se tem em conta que o rol de hipóteses da lei brasileira não é taxativo.

Independentemente do inciso da lei 7.913/89 citado para fundamentar a ação civil pública, a vinculação do nexo causal depende do contexto e da natureza do ilícito que foi praticado pelos administradores, conforme a divisão entre (a) mercado primário e (b) secundário e, neste último, entre (b.1) fraude por ação (divulgação de informações falsas) e (b.2) fraude por omissão (de fato relevante).

E isto porque, para cada um destes três tipos, há a variação nos elementos necessários para a construção da presunção construída para a vinculação entre o ato ilícito e a tomada de decisão pelo investidor, ou seja, do nexo causal.

No caso de fraude por divulgação de informações falsas, a partir da qual há a manipulação dos preços dos valores mobiliários a partir de uma nova informação veiculada no mercado, há que se demonstrar que a decisão de compra (ou venda) do investidor teve por base tal informação. Sem dúvidas, mesmo em uma demanda individual na qual fosse necessária a comprovação deste nexo de causalidade pelo investidor, tal ônus seria praticamente intransponível.

Neste sentido, a teoria da fraude no mercado eficiente, fixada em *Basic*, é extremamente relevante para a definição de uma presunção com suporte não apenas jurídico, mas também econômico. Tendo em vista que em mercados eficientes o preço do valor mobiliário reflete o conjunto de informações totais disponíveis, ao efetuar a compra com base no preço X, a informação falsa divulgada anteriormente já estaria refletida naquele preço, o que implica dizer que a tomada de decisão, com base no preço, levou em consideração a informação falsa previamente divulgada.<sup>188</sup>

---

<sup>188</sup> Conforme amplamente demonstrado no tópico 4.1.1.

Em outras palavras, com a comprovação de que o mercado seria eficiente, o que seria ônus da parte autora (apesar de existir forte identidade entre um mercado eficiente e grandes bolsas de valores), haveria a presunção de que o nexo causal existiria entre todos os investidores e a conduta ilícita.

Contudo, em razão do nexo causal se conformar apenas quando exista a definição de que a tomada de decisão tenha sido realizada com base na conduta ilícita, torna-se desnecessária a existência de um mercado eficiente quando a conduta ilícita for a omissão de informações relevantes. Afinal, não haveria como o preço refletir uma informação que não foi divulgada.

Assim sendo, no caso de omissão, a presunção torna-se anterior à existência de qualquer mercado, uma vez que a tomada de decisão nunca poderá ser baseada com base em informações ocultas. Em outras palavras, quando o investidor toma a decisão de compra após a omissão do administrador em divulgar informações relevantes, tem-se que a conduta ilícita foi determinante para a ausência da informação no mercado, fazendo presumir que o investidor adquiriu aqueles valores mobiliários sem ter conhecimento das informações que eram, por definição, ocultas.<sup>189</sup>

Nos casos em que houver fraude por omissão, portanto, a presunção do nexo causal surge do próprio fato de que não é possível tomar decisões com base em informações que, apesar de sua relevância para o mercado, foram omitidas.

De forma semelhante, a existência de omissões no prospecto protocolado perante a CVM<sup>190</sup> antes da oferta pública (equivalente ao *registration statement* estadunidense) implica a presunção de que o investidor tampouco saberia de informações não divulgadas.

Em razão dos dados sobre a companhia estarem reduzidos a este prospecto, e ante a existência de um período de resguardo para a negociação dos valores mobiliários emitidos,<sup>191</sup> tampouco seria possível identificar, durante este período, condições para que o preço refletisse o volume de informações disponível (mercado eficiente).

---

<sup>189</sup> Conforme amplamente demonstrado no tópico 4.1.1.

<sup>190</sup> Instrução CVM 400/03.

<sup>191</sup> Instrução CVM 476 – 90 dias.

Portanto, no mercado primário tem-se que, independentemente da natureza da inconsistência presente no prospecto, há a presunção de que existe o nexo causal entre esta inconsistência e a aquisição pelo investidor.

É justamente esta a relevância em diferenciar as operações realizadas no mercado primário do secundário. Enquanto no mercado primário a base de informações para a tomada de decisão pelo investidor decorre da consulta ao prospecto, no mercado secundário tal acesso a informações decorre, sobretudo, do conjunto de informações disponíveis no mercado e seu reflexo no preço dos valores mobiliários.

Em outras palavras, apesar de ser possível ao investidor tomar sua decisão de compra e venda no mercado mobiliário com base nos relatórios divulgados pela companhia, esta informação necessariamente é complementada pela análise de preço destes valores mobiliários, que refletem informações extraoficiais. O nexo causal entre a ilicitude e a operação realizada pelo investidor somente pode ser presumida quando há a crença de que o preço do valor mobiliário pago seria seu preço real, o que somente ocorre em mercados eficientes.

Do contrário, ou seja, caso a presunção fosse estendida para fraudes no mercado secundário independentemente da existência de um mercado eficiente, haveria o risco de comportamentos oportunistas, uma vez que determinadas perdas poderiam ser imputadas à companhia mesmo quando o preço do valor mobiliário fosse indiferente à própria informação falsa divulgada, gerando uma “blindagem” aos riscos de investimento, o que não pode ser admitido.

Portanto, as presunções existentes para a comprovação do nexo causal, fruto das reflexões da doutrina e da jurisprudência dos Estados Unidos sobre a matéria, são também cabíveis no Direito brasileiro, variando, da mesma forma, de acordo com a espécie de mercado (primário e secundário) e de acordo com a conduta omissiva ou comissiva no mercado secundário, ou seja, de acordo com a base concreta de fonte de informações para a realização de operações pelos investidores.

De toda sorte, tal como asseverado, e tal como a doutrina dos Estados Unidos também considera, as presunções contruídas para vincular a operação financeira à ilicitude perpetrada pela companhia e seus administradores são relativas, sendo possível constituir prova em contrário.

Contudo, o modelo de ação civil pública para tutela dos direitos individuais homogêneos, justamente por ter sido construído e pensado sob a premissa consumerista, não previu situações nas quais a subjetividade dos indivíduos do grupo em relação à companhia ré fosse relevante para a identificação do nexo causal para fins de responsabilidade civil. Desta forma, portanto, não há previsão legal que indique o momento adequado para o exercício de defesa pela companhia e seus administradores no que se refere ao afastamento de tais presunções.

De todo modo, ao verificar a contrução do rito processual da ação civil pública em duas fases, sendo a primeira direcionada ao julgamento do mérito da questão, e a segunda à incorporação das pretensões individuais, verifica-se que o momento apropriado para a identificação das subjetividades vinculadas aos investidores lesados, seja para fins de liquidação, para a qual esta segunda fase foi efetivamente pensada, seja para a oportunidade de afastamento da presunção de nexo causal, ocorre após o julgamento das questões abstratas, ou objetivas, que vinculam todos os integrantes do grupo.

Após a habilitação do investidor para fins de liquidação individual de danos, seria possível aos réus apresentarem as defesas cabíveis para afastar a incidência, sobre aquele demandante em específico, da presunção do nexo causal concedida abstratamente.

Isto não impede que durante o julgamento da própria ação civil pública seja levantado pela defesa o afastamento das presunções construídas para a identificação do nexo causal. Isto é, caberia aos réus a demonstração, por exemplo, de que o mercado em questão não seria eficiente, o que afastaria a presunção vinculada à divulgação de informações falsas. Ou, então, de que determinados investidores teriam recebido comunicados institucionais privados (email, por exemplo) noticiando sobre a divulgação errônea de informações, o que excluiria este grupo específico do total de investidores tutelados pela ação civil pública.

Da mesma forma que a legislação não previu a eventual necessidade de identificação de questões individuais na análise do nexo causal da responsabilidade civil vinculada ao ilícito causador do dano massificado, tampouco premeditou a necessidade de possível redefinição da classe em razão de peculiaridades surgidas em subgrupos que afastariam a presunção do nexo causal.

De toda sorte, no contexto do microssistema de tutela coletiva brasileiro, no qual a representação da classe é protagonizada por entes públicos cuja legitimidade é conferida por requisitos legais, notadamente o Ministério Público, a redefinição da classe durante a instrução da ação civil pública não acarreta em celeumas processuais ou prejuízos para os investidores excluídos dos efeitos da coisa julgada.

Justamente por força do modelo brasileiro não ingressar na análise de questões individuais durante a primeira fase do rito procedimental da ação civil pública, a representação conferida ao grupo pelo ente público é abstrata, sendo irrelevante a perfeita e constrita definição deste grupo. Aliás, por força disto, tampouco seria necessário o rastreamento (*tracing*) da origem dos valores mobiliários para o julgamento do mérito de uma ação civil pública baseada em ilícitos de mercado primário. O momento oportuno para esta comprovação, portanto, ficaria adiado para a fase de liquidação.

Neste quesito, por conseguinte, o modelo brasileiro é menos rigoroso e complexo do que aquele previsto para as *securities class actions*, para as quais, além do requisito da *typicality*, que obriga ao representante ter a mesma pretensão que é pleiteada para o grupo, o sistema de vinculação obrigatória torna compulsório, dentro do possível, o noticiamento da ação a todos aqueles que gozam da mesma pretensão (sistema *opt-out*).<sup>192</sup>

De toda a sorte, mesmo que na fase de liquidação não haja a oposição de razões pessoais que sejam hábeis a afastar a presunção objetivamente construída na ação coletiva, há o óbice criado pela complexidade em relação à liquidação dos danos, tal como enfrentando na realidade estadunidense, o que poderia implicar não apenas elevados custos, como também decisões diversas em relação aos critérios utilizados.

---

<sup>192</sup> Neste sentido, ressalta-se a previsão do art. 104 do CDC, que regula a ciência do consumidor após já ter ingressado em juízo individualmente. Conforme dispõe o art. 104 do CDC, após a ciência do ajuizamento da ação coletiva, o investidor que já tivesse ingressado com a ação individual poderia optar em (1) prosseguir com a demanda individual, a partir de quando deixaria de sujeitar-se ao resultado da ação coletiva, ou (2) requerer a suspensão da demanda individual até o julgamento da ação coletiva. No primeiro caso tornar-se-ia irrelevante qualquer determinação na ação coletiva. E mesmo no segundo, ainda que a ação individual ficasse suspensa até o julgamento da ação coletiva, não haveria prejuízo significativo na sua posterior exclusão do grupo, uma vez que a consequência direta seria o fim desta suspensão ante a exclusão do fundamento que a tinha autorizado, retomando-se a tramitação ordinária da ação individual. De toda sorte, importa anotar ainda que o STJ acabou por restringir demandas individuais no caso de ingresso de demanda coletiva, conforme tese firmada no REsp 1.110.549/RS, julgado sob a sistemática do sistema repetitivo: “*Ajuizada ação coletiva atinente a macro-lide geradora de processos multitudinários, suspendem-se as ações individuais, no aguardo do julgamento da ação coletiva*”.

Por esta razão, e tal como elaborado pela doutrina estadunidense, com os métodos já apresentados nos tópicos específicos, um mecanismo hábil a tornar viável a liquidação individual de danos individuais é a definição dos critérios a serem objetivamente adotados para tal apuração. Desta forma, e diante de sua natureza objetiva, o julgamento destes critérios deve ser concentrado durante o mérito da ação civil pública, quando perícias podem ser realizadas a fim de instruir os autos na definição do método a ser utilizado para o cálculo individual dos danos sofridos pelo investidor em razão do ilícito praticado pela companhia emissora e seus administradores.<sup>193</sup>

Desta forma, verifica-se que, apesar das peculiaridades envoltas na tutela dos direitos de investidores, alheias àquelas ordinariamente trabalhadas e previstas no microssistema de tutela coletiva brasileiro, sua coletivização não implica qualquer ruptura normativa, sendo viável a utilização do atual modelo de ação civil pública para a tutela coletiva de direitos individuais homogêneos.

### 6.3 LEGITIMIDADE PASSIVA DAS COMPANHIAS

Preliminarmente, ao contrário do que ocorre nos Estados Unidos, prevalece no Brasil e demais países de tradição europeia continental, quanto às relações societárias, a teoria orgânica, e não a teoria da representação. Diversamente do que ocorre no modelo estadunidense, os administradores “presentam”<sup>194</sup> a companhia, personificando a expressão de vontade da pessoa jurídica.

Desta feita, quando um administrador promove a divulgação de informações falsas sobre a companhia ao mercado, o ilícito não seria apenas uma expressão de sua vontade individual, vinculável à pessoa jurídica em razão do contrato de

---

<sup>193</sup> Na paradigmática ação civil pública movida contra o empresário Eike Batista pelos prejuízos causados aos acionistas da petroleira OGX (atual OGPar), em maio de 2016 o juiz da 7ª Vara Empresarial do TJRJ (autos n. 008567076.2015.8.19.0001) julgou extinta a ação civil pública por entender, dentre outros argumentos, pela inexistência de direitos individuais homogêneos, até mesmo porque, segundo ele, as compras e vendas de valores mobiliários teriam ocorrido em datas distintas. Nota-se, a partir da decisão, que além da confusão entre a qualificação de direitos individuais homogêneos e a concepção de “predominância” da questão comum sobre as individuais (que apesar de não ser um requisito oficial para a ação civil pública, naturalmente surge no debate sobre a tutela coletiva de investidores), deixou de perceber a possibilidade de adoção de critérios hábeis a criar padronizações que permitissem a simplificação das liquidações individuais, o que poderia ter evitado a extinção precoce da demanda.

<sup>194</sup> “(...) quando o órgão da pessoa jurídica pratica o ato, que há de entrar no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, não há representação, mas apresentação. O ato do órgão não entra, no mundo jurídico, como ato da pessoa, que é órgão, ou das pessoas que compõem o órgão. Entra no mundo jurídico como ato da pessoa jurídica, porque o ato do órgão é ato seu”. In: (PONTES DE MIRANDA, 2012, p. 308).



mandato, mas sim a própria expressão da companhia, tal como se fosse sua “boca”, indissociável do todo. Daí decorre, inclusive, a analogia que dá nome à teoria orgânica.

Sobre o tema, comparando as perspectivas do modelo anglo-saxão e continental, Emerson Dal Pozzo (2012, p. 25) é assertivo:

A relação entre os administradores e a sociedade era explanada, originariamente, pela teoria da representação, ainda comum na doutrina jurídica anglo-saxã, que vê a relação dos gestores com a sociedade como um mandato. À luz desta, os órgãos apresentariam a vontade da pessoa jurídica “no lugar dela”. No entanto, falar em mandato quando se trata de função sem a qual a própria sociedade não subsiste não faz sentido, dado que é imperativa a existência dos administradores. Assim, o civil law não a aceita desde, pelo menos, o final do século XIX (com Beseler e Gierke) e, partindo do pressuposto de que não há pessoa jurídica para além do direito positivo, foi concebida a teoria orgânica, originariamente desenvolvida por Jellinek em sua Teoria Geral do Estado e, posteriormente, transplantada para o Direito Societário, para a qual não há manifestação de vontade da pessoa jurídica que não pelas pessoas físicas componentes dos seus órgãos. Isto posto, para a teoria orgânica, os órgãos mais que substituir, numa relação de representação, expressam a vontade das pessoas jurídicas, permitindo compreender que “a atuação jurídico-negocial e fática dos órgãos deve ser imputada a cada pessoa jurídica como uma atuação própria desta”.

Desta forma, ao não ser atribuído ao órgão uma personalidade jurídica autônoma em relação à companhia, aos investidores lesados cabe o acionamento judicial desta última para a reparação de danos causados pelo administrador que determinou a divulgação pela pessoa jurídica de informações falsas ao mercado.<sup>195</sup> Na esfera civil,<sup>196</sup> portanto, a responsabilidade pelos danos a terceiros prejudicados pela fraude perpetrada pelo administrador recai sobre a companhia.

Concomitantemente à teoria orgânica, a teoria institucional da pessoa jurídica estabelece uma ampla autonomia da companhia, expandindo a definição de terceiros para além daquela prevista nas sociedades cunhadas pelas teorias contratuais.

Enquanto nestas últimas prevalece o entendimento de que a sociedade adviria de um ato constitutivo de natureza eminentemente contratual, destacando-se neste contexto a teoria do contrato plurilateral tratada por Tulio

<sup>195</sup> A exceção, como se verá adiante, diz respeito às ações de responsabilidade dos administradores. O art. 158 da lei das S.A. excepciona a responsabilidade pessoal do administrador na hipótese de descumprimento da lei ou do estatuto, quando é possível perquirir os prejuízos sofridos em face do investidor, seja através da ação derivativa, seja diretamente.

<sup>196</sup> Entre as três esferas, administrativa, penal e civil, o objeto recai sobre a responsabilidade civil, apesar do cometimento de fraude também incorrer em ilícito penal. Sobreleva destacar, contudo, intenso debate sobre a possibilidade de responsabilidade penal da companhia por atos perpetrados pelo administrador.

Ascarelli, na qual todos os sócios (presentes e futuros) são partes com um objetivo comum (BERTOLDI; RIBEIRO, 2016, p. 163) e preponderam os interesses individuais acima do interesse social, a teoria institucional mitiga este pressuposto lógico de prevalência do interesse dos indivíduos sobre o da sociedade, privilegiando a concepção da autonomia desta última, e não seu caráter instrumental para os sócios.

As teorias contratualistas, apesar de anteriores e imprescindíveis até mesmo para o desenvolvimento das sociedades anônimas, mostrou-se insuficiente à integração das sociedades ao mercado de capitais (DAL POZZO, 2012, p. 16). A utilização de um sistema de captação de recursos financeiros do mercado exige o policiamento da atuação da companhia, uma vez que a integridade deste sistema mobiliário transborda aos interesses dos acionistas.

A maquiagem de balanços ou a tomada de decisões que apresentem resultados apenas no curto-prazo, apesar de potencialmente representarem o interesse de parte dos acionistas que pretendem se desvincular de sua participação acionária no auge da realização destes lucros e do preço destes valores mobiliários, são incompatíveis com o interesse da própria companhia ou do mercado, que vislumbram preliminarmente a manutenção da atividade e a produção de riquezas, fatores estes que estão além do interesse financeiro imediato de determinado grupo de acionistas.

Neste sentido, a teoria institucionalista dá suporte a uma visão autônoma da sociedade, na qual sua relevância e reflexos sociais transcendem ao interesse dos acionistas. Conforme destaca Calixto Salomão (2002, p. 32), a concepção institucional das sociedades, originada na doutrina alemã no período posterior à Primeira Grande Guerra, teria por intuito o fortalecimento do papel das companhias na reconstrução do país. A grande preocupação seria, portanto, “*a função econômica, de interesse público e não meramente privado*” das companhias.

A partir deste pressuposto, a teoria institucionalista se desenvolveu por meio de sístoles e diástoles<sup>197</sup> em relação ao seu caráter publicista, por vezes considerado abusivo pela doutrina (DAL POZZO, 2012, p. 18). Neste processo, o

---

<sup>197</sup> Na própria Alemanha, a fase subsequente da questão da institucionalização da sociedade anônima se apoiou na participação dos trabalhadores nos órgãos de gestão da companhia, na fase conhecida como organizativo, demonstrando a consolidação da natureza institucional das companhias (DAL POZZO, 2012, p. 17-18).

modelo atual brasileiro assumiu a ampla autonomia da companhia, mesmo frente a seus acionistas, notadamente aqueles que não pertencem ao grupo controlador.

Por esta razão, a fim de garantir os interesses destes acionistas e dos demais entes jurídicos que se relacionem com a companhia, foram impostas regulamentações sobre a organização e transparência na condução das atividades pelos órgãos de administração, ou seja, das regras do que se convencionou nomear governança corporativa (DAL POZZO, 2012, p. 21):

A Governança Corporativa é “um sistema de gestão que privilegia o uso de instrumentos (lei, regulamentos e práticas comerciais) visando compatibilizar os diversos interesses daqueles que se relacionam com a companhia”, entendidos estes como sendo os controladores, os minoritários, os auditores e os stakeholders, por estes se compreendendo o conjunto dos demais envolvidos, como empregados, fornecedores, os clientes e a própria comunidade em que se insere a empresa, apresentando-se como um “fator extremamente influente na tomada de decisões referentes à escolha de destinação de investimentos”.

Desta forma, a teoria institucional floresce na contemporaneidade justamente no controle de atuação dos órgãos de administração, criando mecanismos de controle sobre aqueles que personificam a expressão de vontade da companhia, reduzindo os potenciais comportamentos oportunistas que surgem, justamente, desta redução no domínio dos acionistas sobre os administradores. Desta forma, apesar da ampla autonomia atribuída a estes órgãos de gestão frente aos interesses dos acionistas, afastando a noção contratualista de que a companhia serviria tão somente àqueles que controlassem a sociedade, a teoria institucional permite o controle desta gestão por todos os presentes no mercado.

Ao contrapor a instituição “companhia” àqueles que não compõem a administração, todo o mercado se coloca como terceiros à companhia, dentre os quais os próprios acionistas.

Desta feita, somando-se à teoria orgânica, é possível apurar que a responsabilidade sobre as fraudes cometidas pelos administradores recai sobre a companhia, sendo o ajuizamento de ação de reparação de danos contra esta uma prerrogativa de todos aqueles agentes de mercado que foram lesados pela conduta lesiva.

Tal como as *derivative actions* nos Estados Unidos, também no Brasil há a possibilidade do ingresso de medida judicial em face do administrador a ser movida em nome da companhia por acionistas. Conforme dispõe o art. 159 da LSA,

inspirado justamente no mecanismo análogo estadunidense,<sup>198</sup> é possível o ingresso de ação de responsabilidade pela companhia, ou por grupo de acionistas que representem ao menos 5% do capital social, em face do administrador que vier a causar prejuízos em razão de conduta dolosa ou culposa pela violação de lei ou estatuto, nos termos do art. 159.

Desta forma, a legislação brasileira, atenta aos problemas econômicos do que se convencionou chamar conflitos de agência, aderiu a este mecanismo de tutela dos acionistas. Afinal, apesar da teoria institucional e orgânica apresentarem solidez no que diz respeito à configuração da responsabilidade da companhia perante os grupos não controladores dos órgãos de administração, a adesão de mecanismos de conflitos de agência é adequada sob o ponto de vista da efetividade de tutela a todos os participantes do mercado. A complementariedade da ação de representação com os demais instrumentos de tutela disponíveis aos *stakeholders* reduz a possibilidade de comportamentos oportunistas, como no caso dos administradores que, apesar de indicados pelo grupo controlador, age em interesse próprio.

Apesar das diferenças nos arcabouços teóricos que sustentam as relações societárias nos dois países, percebe-se uma considerável identidade no que diz respeito à aplicabilidade dos mecanismos de tutela frente à companhia e aos administradores que conduzirem o ilícito.

Tais instrumentos, além de tutelar os acionistas minoritários das companhias abertas, sejam aquelas com capital pulverizado, sejam aquelas com grupos controladores bem definidos, situação comum no Brasil (há uma concentração de companhias abertas familiares (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005, p. 130)), cria também condições para que os próprios grupos controladores busquem rever perdas sofridas pela companhia em razão de comportamentos oportunistas dos administradores.

#### **6.4 INTERESSE NA AÇÃO CIVIL PÚBLICA EM DETRIMENTO DE OUTROS MECANISMOS DE COLETIVIZAÇÃO**

---

<sup>198</sup> O que justifica, inclusive, o fato da ação de responsabilidade do administrador prevista no art. 159 da LSA dialogar com a teoria da representação (conflitos de agência), a despeito da prevalência no Brasil da adoção de parâmetros da teoria orgânica.

Por todo o exposto, é possível verificar que no modelo brasileiro é possível a coletivização da tutela de investidores lesados no mercado de capitais, sendo possível, inclusive, o ajuizamento da ação coletiva em face da companhia, o que amplia a possibilidade de liquidez para o pagamento dos investidores lesados.

Mesmo diante das dificuldades gerais impostas à ação civil pública, como o baixo número de habilitações pelos membros do grupo beneficiado com a sentença de procedência na demanda coletiva, seja pela manutenção de custos ainda elevados para a liquidação, seja pela dificuldade de acesso à informação, a coletivização da tutela de investidores é promissora ao tornar possível, sobretudo, a reivindicação de pretensões de baixo valor e o correspondente desestímulo dos administradores e da companhia em tornar a repetir a conduta ilícita.

Apesar do somatório das indenizações pagas após as habilitações individuais ser, em regra, muito inferior ao valor equivalente ao dano proporcionado pela conduta ilícita nas ações civis públicas brasileiras, o art. 100 do CDC autoriza o juízo, quando o número de habilitações for incompatível com a gravidade do ilícito, a estimar um valor a ser pago pelos condenados diretamente ao Fundo do art. 13 da lei n.º 7.247/85, e que seja suficiente para evitar que sua conduta já julgada ilícita possa resultar em vantagem indevida.

Conhecido como *fluid recovery*, também de inspiração estadunidense,<sup>199</sup> esta condenação pecuniária específica é estimada com base nas perdas geradas e não reclamadas pelo grupo, a fim de evitar o enriquecimento ilícito dos infratores.<sup>200</sup> Por ser uma forma de compensação civil em relação ao ilícito praticado, inclusive, o valor da condenação em “*fluid recovery*” não se confunde com eventual punição administrativa ou penal a ser futuramente aplicada pelos órgãos competentes em razão da conduta ilícita praticada pelos infratores, restringindo-se sua aplicação, portanto, à esfera cível, independentemente das demais.<sup>201</sup>

<sup>199</sup> Conforme anota VENTURI (2012, p. 94): “A expressão *fluid recovery* é derivada do sistema norte-americano das class actions, de onde foi importada para o sistema de tutela coletiva brasileiro, justamente por via do art. 100 e par. único do Código de Defesa do Consumidor, querendo significar o montante pecuniário que, não buscado individualmente pelas próprias vítimas ou sucessoras, deve ser contabilizado e destinado para finalidades sociais adequadas, relacionadas à recomposição dos danos individuais homogêneos lesados”.

<sup>200</sup> Retomando os modelos econômicos utilizados para a definição de uma condenação global (aggregate damages calculation), seria também possível sua utilização para fins de suporte à definição dos limites atinentes à condenação em *fluid recovery*, nos termos do art. 100 do CDC.

<sup>201</sup> Neste sentido, ressalta Thaís Venturi (2012, p. 94): “Parece inegável que a grande justificativa para a fixação da chamada “*fluid recovery*” nas ações coletivas brasileiras reside justamente na tentativa de se evitar ou punir o locupletamento ilícito daquele que viola direitos individuais homogêneos”.

E de fato, apesar da condenação em “*fluid recovery*” não representar a extinção jurídica de todas as pretensões ressarcitórias, até mesmo pela possibilidade de investidores terem optado pela manutenção da demanda individual mesmo após cientes da ação civil pública, ainda não julgada ou liquidada, efetivamente há que se considerar que condenações posteriores à definição do montante a ser pago pela defesa a título de “*fluid recovery*” seriam excepcionais.

Afinal, considerando que apenas as pretensões econômicas relevantes superariam os custos de ingresso de uma medida judicial, parece improvável que, após o decurso de dois anos sem interesse na habilitação,<sup>202</sup> haja alguma razão para o ajuizamento de uma demanda individual. Este contexto, reforçado pelos limites impostos pelos prazos prescricionais previstos na legislação, reduz ainda mais a possibilidade de indenizações após a condenação por “*fluid recovery*”.

É justamente em razão das ações civis públicas viabilizarem o ressarcimento de pretensões de baixo valor econômico individual que sua perspectiva, totalizante, se diferencia dos demais instrumentos de coletivização disponíveis.

Enquanto a coletivização parcial, proporcionada por mecanismos como o IRDR, ou outros que atribuam força vinculante a entendimentos jurisprudenciais, está condicionada à existência de uma demanda previamente ajuizada, a coletivização total veiculada pela ação civil pública permite a reivindicação de pretensões que não possuem valor econômico suficiente para o ingresso em juízo.

Desta feita, sua relevância como instrumento de coletivização de pretensões de baixo valor o torna eficiente para obstaculizar o enriquecimento ilícito por parte de infratores que pulverizam danos de forma massificada. Sobre a convergência entre a tutela coletiva proporcionada pela ação civil pública e o desestímulo ao comportamento danoso, inclusive, já se manifestou a doutrina (OSNA; DAL POZZO; CARAMES, 2017, p. 296):

A perspectiva de tutela coletiva que se constrói, desta feita, deixa de privilegiar a realização do direito material e do acesso à justiça independentemente do valor da pretensão individual, características estas inerentes à coletivização total. Como consequência, de influência direta sobre a atividade empresarial, torna-se mais complexa e menos provável a efetiva responsabilização dos agentes que venham a causar danos massivos, mitigando eventual prejuízo a ser absorvido pela conduta ilícita. Notadamente, quando os danos massificados gerarem pretensões individuais ínfimas, a ausência de deterrence acaba por estimular as empresas a manterem condutas geradoras de danos.

---

<sup>202</sup> O prazo de habilitação é de 01 ano após a condenação nas ações civis públicas ordinárias, nos termos do art. 100 do CDC, mas de 02 anos para o específico caso de ações civis públicas no mercado de valores mobiliários.

Neste sentido, portanto, verifica-se que a tutela coletiva de investidores no Brasil, além de operacionável pela lei de ação civil pública, apesar das peculiaridades que o afastam de respostas pré-definidas pela legislação, mas com as quais não há rompimento, converge com os preceitos constitucionais ao permitir amplo acesso à justiça, inclusive para pretensões de baixo valor, e o desestímulo de condutas ilícitas.

## 7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A partir da identificação de cenários similares no que diz respeito à formatação dos mercados de capitais brasileiro e estadunidense, foi possível perceber que diversas construções doutrinárias desenvolvidas na tradição anglo-saxão são aplicáveis ao Direito brasileiro.

Ao contrário do que se poderia imaginar em um primeiro momento, os obstáculos impostos pelas peculiaridades fáticas e normativas do mercado de capitais de cada país sobre a efetividade dos mecanismos de coletivização são consideravelmente coincidentes.

A criação de presunções para a identificação do nexo causal entre o ilícito e a conduta do investidor, além de tornar possível a coletivização das pretensões individuais nos Estados Unidos, também pode permitir a efetividade da tutela coletiva de investidores no Brasil.

As presunções fixadas pela Suprema Corte estadunidense durante os julgamentos de *Basic* e *Affiliated Ute*, ao mesmo tempo em que viabilizaram a manutenção da predominância das questões comuns sobre as individuais, não desguardaram o direito dos réus em afastar eventuais abusos no uso das *securities class actions*.

Segundo *Basic*, a compra e venda realizada pelo investidor será presumidamente vinculada às falsas notícias divulgadas ao público se tal operação estiver inserida em um mercado eficiente, uma vez que o preço dos valores mobiliários já estaria refletindo o conjunto de informações disponíveis.

De acordo com *Affiliated Ute*, a presunção decorre da omissão de fatos relevantes, sendo desnecessária a existência de um mercado eficiente justamente

porque a ausência de informações não pode ser mensurada nas variações de preço do valor mobiliário.

De toda sorte, em virtude de ambas as presunções serem relativas, é possível o afastamento de sua aplicação quando os réus demonstrarem, por exemplo, que as informações verdadeiras já estariam difundidas no mercado desde muito antes do “*disclosure*”.

Na mesma direção, a despeito do sistema brasileiro não ter sido pensado para a coletivização de pretensões que pudessem apresentar subjetividades em relação ao nexo causal, tampouco haveria ruptura legal na incorporação destas presunções desenvolvidas pelo Direito estadunidense.

Enquanto o debate sobre a possibilidade ou não de adoção das presunções se concentraria durante o julgamento da ação civil pública, envolvendo, por exemplo, a demonstração da eficiência do mercado no qual teriam sido divulgadas as falsas informações, o momento oportuno para que os réus exercessem seu direito de afastar esta presunção sobre determinado investidor seria postergado para a fase de liquidação individual da sentença. Afinal, no modelo de ação civil pública, é este o momento, por excelência, em que as partes se debruçam sobre o caso particular.

No caso de ilícitos praticados no mercado primário, ao contrário da exigência do modelo estadunidense de que todos os valores mobiliários atingidos pela demanda coletiva fossem previamente rastreáveis até o “*registration statement*” da oferta pública em questão, no Brasil esta verificação pode ser postergada para a fase de liquidação individual.

Diante da legitimidade abstrata conferida aos entes autorizados a representar a coletividade, dentre os quais se destaca o Ministério Público, a classe submetida à ação civil pública não precisar ser rigorosamente delineada, autorizando os investidores a demonstrar, apenas no momento seguinte a prolação da sentença, que os valores mobiliários por si adquiridos estariam vinculados à referida oferta pública.

Ademais, como se observou das construções estadunidenses relativas à apuração dos danos individuais, é também possível a coletivização mesmo quando as pretensões envolvidas representem valores monetários potencialmente distintos. As intensas variações relativas ao *quantum* indenizatório que podem decorrer do mercado de capitais não implicam, necessariamente, a análise de particularidades.



O desenvolvimento de critérios relativamente simples e gerais, associados à possibilidade de um procedimento de liquidação facilitado, torna viável a coletivização de grandes contingentes de investidores lesados.

Da mesma forma, durante o julgamento de mérito da ação civil pública, poderiam ser levantados, debatidos e fixados os critérios a serem utilizados para a liquidação individual dos investidores na fase seguinte à prolação da sentença. Deste modo, restringir-se-ia as perspectivas de controvérsia durante a apuração das indenizações de cada uma das vítimas do ilícito, simplificando e potencialmente reduzindo o prazo para o levantamento dos valores devidos.

Demonstrou-se, ainda, a possibilidade de adoção de modelos econômicos capazes de estimar o valor global devido em razão do ilícito. Para o caso brasileiro, talvez surja daí a resposta para a definição da indenização dos chamados *fluid recoverys* previstos no art. 100 do CDC.

E mais do que simplesmente conseguir uma sentença condenatória, o resultado econômico da demanda deve ser alcançado pelos investidores lesados. Neste sentido, demonstrou-se a possibilidade de inclusão das companhias emissoras no polo passivo da demanda coletiva, conferindo maior liquidez à ordem judicial de ressarcimento.

A partir da incidência dos conflitos de agência, bem como da própria teoria orgânica e institucional das pessoas jurídicas, torna-se plenamente cabível à responsabilização da companhia pela conduta de administradores que cometeram ilícitos perante o mercado de capitais brasileiro. Ademais, ante a previsão da ação de responsabilidade em face dos administradores (art. 159 da LSA), identifica-se que a ação civil pública para defesa de investidores torna-se um instrumento complementar para que se garanta a efetividade de todos os participantes do mercado.

Enquanto as ações de responsabilidade tendem a criar condições para que os próprios grupos controladores ou acionistas “perenes” da companhia busquem o ressarcimento pelas perdas sofridas em decorrência da conduta dos administradores, as ações civis públicas permitem que também os acionistas temporários, que não pretendem se vincular de forma permanente ou duradoura à companhia, sejam devidamente ressarcidos pelo ilícito perpetrado pelos gestores.

Da mesma forma, nos Estados Unidos as *securities class actions* atuam de forma complementar às *derivative actions*, demonstrando considerável homogeneidade no que diz respeito aos dispositivos de Direito Societário disponíveis para a tutela frente a ilícitos perpetrados no seio da administração da companhia.

Enfim, a intenção da presente pesquisa não é sugerir a incorporação acrítica de construções teóricas descontextualizadas à realidade brasileira, mas sim enaltecer a importância de se buscar, em países nos quais exista um contexto institucional semelhante ao brasileiro, possíveis respostas para a superação da atual falta de efetividade da tutela coletiva de investidores.

Com um mercado de capitais confiável, o que requer um sistema de tutela eficiente, se reduz o risco e o custo de captação de recursos.

A pertinência do presente trabalho ganha destaque no momento histórico atual justamente porque as companhias brasileiras têm buscado as bolsas de valores estadunidenses para captar recursos.

A potencial assimetria de tratamento a que estariam sujeitos os investidores brasileiros e estadunidenses titulares de papéis “siameses” emitidos por companhias brasileiras poderia ser reduzida conforme a incorporação no Direito pátrio de determinados modelos teóricos desenvolvidos nos Estados Unidos, ampliando a efetividade dos mecanismos de tutela coletiva disponíveis no Brasil para o ressarcimento de danos no mercado de capitais.

Neste cenário, se há uma maior garantia de que o investidor eventualmente lesado venha a ser devidamente indenizado, efetivamente há um maior interesse na aquisição de valores mobiliários negociados naquele mercado, uma vez que o risco é diminuído. Como consequência, há uma tendência de redução no custo de captação de recursos, o que favorece investimentos e, por conseguinte, a economia como um todo.

## 8 BIBLIOGRAFIA

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. **Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital aberto no Brasil**. 2005. Disponível em: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1415-65552002000100002](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1415-65552002000100002). Acesso em: 31.01.2017.

ALEXV. Robert. **Teoria da Argumentação Jurídica: a teoria do discurso racional como teoria da fundamentação jurídica**. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

ALLEN, Linda. **Meeting Daubert Standards in Calculating Damages for Shareholder Class Action Litigation**. The Bussiness Lawyer, 2007. Disponível em: [http://proflallen.com.p9.hostingprod.com/yahoo\\_site\\_admin/assets/docs/DamageSurvey.72122905.pdf](http://proflallen.com.p9.hostingprod.com/yahoo_site_admin/assets/docs/DamageSurvey.72122905.pdf). Acesso em: 28.01.2017.

ARENHART, Sérgio Cruz. **A tutela de direitos individuais homogêneos e as demandas ressarcitórias em pecúnia**. In. GRINOVER, Ada Pellegrini. MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. WATANABE, Kazuo. Direito processual coletivo e o anteprojeto de código brasileiro de processos coletivos. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

ARRUDA, Thais Nunes. **Como os Juízes decidem os casos difíceis? A guinada pragmática de Richard Posner e a crítica de Ronald Dworkin**. Dissertação (Mestrado em Filosofia do Direito) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade de São Paulo, 2011.

ATAÍDE JUNIOR. **Processo Civil Pragmático**. Tese (Doutorado em Direito das Relações Sociais) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Paraná, 2013,

BAINBRIDGE, Stephen. **Independent directors and the ALI corporate governance project**. George Washington Law Review, p. 1034–1083, 1993.

\_\_\_\_\_. **The Complete Guide to Sarbanes-Oxley – understanding how Sarbanes-Oxley affects your business**. Adam Media, and F+W Publications Company, Avon, Massachussets, 2007.

BAKER, Lynn; PERINO, Michael; SILVER, Charles. **Is the price right? An empirical study of fee-setting in securities class actions**. Columbia Law Review. Vol. 115, n. 06, 2015.

BATALHA, Wilson Souza de Campos. **Direito processual das coletividades e dos grupos**. 2ª ed. São Paulo, Ltr, 1992.

BERGER, Max W; GRAZIANO, Salvatore J; et. al. **Chapter 1 – Plaintiff's perspective**. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book.

BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: MacMillan, 1932.

BERTOLDI, Marcelo M. e RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. 10 ed rev. e atual. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

BURCH, Elizabeth Chamblee. **Securities Class Actions as pragmatic ex post regulation**. Georgia Law Review, Vol. 43, p. 63-129, 2008.

BUELL, Samuel W. **What is securities Fraud?** Duke Law Journal. Vol. 61, n. 03, 2011.

CALABRESI, Guido. **El Coste de Los Accidentes: Análisis econômico y jurídico de la responsabilidad civil**. Trad. Joaquim Bisbal. Barcelona: Editorial Ariel, 1984.

\_\_\_\_\_; BOBBITT, Philip. **Tragic Choices – The conflicts society confronts in the allocations of tragically scarce resources**. New York: W.W. 164 Norton, 1978.

CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. **Acesso à justiça**. Tradução de Ellen Gracie Northfleet. Porto Alegre: Fabris, 1988.

CARAMÊS, Guilherme Bonato; OSNA, Gustavo. ; DAL POZZO, Emerson. **O IRDR sob a perspectiva empresarial**. In: Marcia Carla Pereira Ribeiro; Guilherme Bonato Campos Caramês. (Org.). **Direito Empresarial e o Novo CPC**. 1ª ed. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2017, p. 283-306.

CHANG; Lucy. **The Truth-on-the-market defense and its relevance in SEC enforcement actions**. In: Law and Contemporary Problems, Vol. 76, p. 341-365, 2013.

CHOI, Stephen; PRITCHARD, A.C. **The Supreme Court's Impact on Securities Class Actions: An Empirical Assessment of Tellabs**. The Journal of Law, Economics, & Organization, Vol. 28, n. 04, p. 850-881, 2011.

\_\_\_\_\_. **SEC Investigations and Securities Class Actions: an empirical comparison**. Law and Economics Research Paper Series, n. 12-022, 2014. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2109739](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2109739). Acesso em: 02.02.2017.

\_\_\_\_\_; JOHNSON-SKINNER, Drew. **The Price of Pay to Play in Securities Class Actions**. Journal of Empirical Legal Studies, Vol. 8, Issue 4, p. 650-681, 2011.

COASE, Ronald H. **The problem of social cost**. In: Journal of Law and Economics. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.

COFFEE JR., John. **Reforming the Securities Class Action: An Essay On Deterrence and Its Implementation**. Columbia Law Review, Working Paper n. 293, 2006. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=893833>. Acesso em: 05.02.2017.

CORNERSTONE RESEARCH. **Securities Class Actions Settlements 2015 – review and analysis**. 2016. Disponível em <http://securities.stanford.edu/research-reports/1996-2015/Settlements-Through-12-2015-Review.pdf>. Acesso em 15.01.2017.

COX, James. **Compensation, Deterrence, and the Market as Boundaries for Derivative Suit Procedures**. George Washington Law Review, p. 745-788, 1985.

DAL POZZO, Emerson. **Sistema de responsabilidade dos administradores de Sociedades Anônimas em contexto de crise**. Dissertação (Mestrado em Direito das Relações Sociais) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Paraná, 2012.

DEBASTIANI, Carlos Alberto; RUSSO, Felipe Augusto. **Avaliando empresas, investindo em ações: a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas**. São Paulo: Novatec Editora, 2008.

DEMOTT, Deborah. **Shareholders as principals**. 2002. Disponível em: [http://scholarship.law.duke.edu/faculty\\_scholarship/874/](http://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/874/). Acesso em: 30.01.2017.

ELMER, Brian; BYERS, Stephen; KAPPLER, Burke. **Materiality Causation and reliance as Elements of Civil False Claims Act Liability**, 2002. Disponível em: <https://www.crowell.com/documents/Materiality-Causation-and-Reliance-as-Elements-of-Civil-False-Claims-Act-Liability.pdf>. Acesso em: 17.01.2017.

EISENBERG, Jonathan. **Chapter 2 – Motion to dismiss**. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book.

EISENBERG, Theodore; MILLER, Geoffrey P. **Incentive Awards to Class Action Plaintiffs: An Empirical Study**. 2005. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=869308](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=869308). Acesso em: 01.02.2017.

FERRILO, Paul; DUNBAR, Frederick; TABAK, David. **The "Less Than" Efficient Capital Markets Hypothesis: Requiring More Proof from Plaintiffs in Fraud-on-the-Market Cases**. St. John Law Review, Vol. 78, N. 01, pg. 81-129, 2004. Disponível em: <http://scholarship.law.stjohns.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1269&context=lawreview>. Acesso: 21.01.2017.

GALBRAITH, J. K. **A Economia das fraudes inocentes**. São Paulo: Cia das Letras, 2004.

GAROUPA, Nuno; GINSBURG, Tom. **Análise econômica e direito comparado**. In: TIMM, Luciano Benetti (Org.). *Direito e Economia no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2012. p. 139-157.

GEVURTZ, Franklin A. **The globalization of corporate law: the end of history or a neverending story**. Washington Law Review, Vol. 86. 2011. Disponível em: <https://digital.law.washington.edu/dspace->

law/bitstream/handle/1773.1/1060/86WLR475.pdf?sequence=1. Acesso em 15.01.2017.

GIDI, Antonio. **A Class Action como Instrumento de Tutela Coletiva dos Direitos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

\_\_\_\_\_. **Class Actions in Brazil: Model for Civil Law Countries**. The America Journal of Comparative Law, v. 51, p. 311-408, 2003. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=903188](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=903188). Acesso em 04.02.2017.

\_\_\_\_\_. **Rumo a um código de processo civil coletivo. A codificação das ações coletivas no Brasil**. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

\_\_\_\_\_. **The recognition of U.S. class action judgments abroad: the Case of Latin America**. Revista de Processo, v. 223, p. 249-300. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.

\_\_\_\_\_. **Coisa julgada e litispendência em ações coletivas**. São Paulo: Saraiva, 1995.

GRINOVER, Ada Pellegrini. **Os processos coletivos nos países de civil Law e common Law: uma análise de direito comparado**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

\_\_\_\_\_. **Da class action for damages à ação de classe brasileira: os requisitos de admissibilidade**. In: Revista de processo, nº. 101. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2001.

\_\_\_\_\_; et. al. **Código Brasileiro de Defesa do Consumidor comentado pelos autores do anteprojeto**. 8ª ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

GROSSI, Paolo. **Primeira lição sobre Direito**. Tradutor: Ricardo Marcelo Fonseca. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2006.

GRUNDFEST, Joseph. **Damages and reliance under Section 10(b) of the Exchange Act**. Stanford Law School and The Rock Center of Corporate Governance, 2013.

HAGGERTY, M. Lynn. **Fraud on the Market: The Decline of Reliance in a 10b-5 Action**. Golden Gate University Law Review, Vol. 12, Issue 12, Article 3, 1982.

HAKKI, Adam; BASKIN, Stuart; et. al. **Chapter 4 – Damages**. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. **The End of History for Corporation Law**, 2000. Disponível em: [http://law.harvard.edu/programs/olin\\_center/papers/pdf/280.pdf](http://law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf). Acesso em 15.01.2017.

HENSLER, Deborah R. Revisiting The Monster: New Myths and Realities of Class Action and other Large Scale Litigation. *Duke Journal of Comparative & International Law*. Vol. 11, p. 179-213, 2001.

HESPANHA, António Manuel. **Pluralismo jurídico e direito democrático**. São Paulo: Annablume, 2013.

JAMES, Willian. **Pragmatismo**. São Paulo: Martin Claret, 2005.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. ***Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure***. *Jornal of Financial Economics*, v. 03, n. 04, p. 305-360, 1976.

JOHNSON, Jennifer. ***Securities Class Actions in State Court***. *Cincinnati Law Review*. Vol. 80, Issue 2, Article 4, 2012.

KALVEN JR, Harry; ROSENFELD, Maurice. ***The contemporary function of class suit***. *The University of Chicago Law Review*, 1941. Disponível em: <http://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1814&context=uclre> v. Acesso em: 02.01.2017.

KANNER, Alan. ***Interpreting Class Action Fairness Act in a Truly Fair Manner***. *Tulane Law Review*. Vol. 80, p. 1645-1668. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1874831](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874831). Acesso em: 17.01.2017

KARP, Brad; BUERGEL, Susanna; et. al. ***Chapter 5 – Trials***. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book

KAUFMAN, Michael J; WUNDERLICH, John M. ***Fraud Created the Market***. *Alabama Law Review*, vol. 63, p. 275-320, 2012.

KLONOFF, Robert. ***The Decline of Class Actions***. *Washington University Law Review*, Vol. 90, Issue 3, p. 729-830, 2013.

MACCORMICK, Neil. **Argumentação jurídica e teoria do direito**. São Paulo: Martins Fontes, 2006.

MACEY, Jonathan R.; MILLER, Geoffrey P. ***The Plaintiffs' Attorney's Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform***. *University of Chicago Law Review*: Vol. 58: Issue 1, Article 1, 1991.

MANCUSO, Rodolfo de Camargo. **Sobre a legitimação do Ministério Público em matéria de interesses individuais homogêneos**. In: Milaré, Édis (coord) *Ação civil pública – lei 7.345/85: reminiscências e reflexões após dez anos de publicação*. São Paulo, RT, 1995.

MARINONI, Luiz Guilherme. **Teoria Geral do Processo**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010.

\_\_\_\_\_. **Aproximação Crítica entre as Jurisdições de Civil Law e de Common Law e a Necessidade de Respeito aos Precedentes no Brasil.** In. Revista de Processo. n. 172. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

MATSURA, Eduardo. **Comprar ou Vender? Como investir na bolsa utilizando análise gráfica.** 6ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2007.

MAZZEO, Denise. **Securities Class Actions, CAFA and a Countrywide Crisis: A Call for Clarity and Consistency.** Fordham Law Review. Vol. 78, Issue 2, Article 13, 2009.

MENDES, Aluisio Gonçalves de Castro. **Ações coletivas no direito comparado e nacional.** 2ª ed. São Paulo: Ed. RT, 2009.

MENDES, Judas Tadeu Grassi. **Economia – Fundamentos e aplicações.** São Paulo: Prentice Hall, 2004.

MILLER, Arthur. **Of Frankenstein Monsters and Shining Knights: Myth, Reality, and the "Class Action Problem".** In. Harvard Law Review. Cambridge: Harvard University Press, 1979

NERA, Economic Consulting. **Purchase-Sale Matching in Securities Litigation: FIFO, LIFO, and Offsets.** 2008. Disponível em: [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive1/PUB\\_Purchase\\_Sale\\_Matching\\_Wong\\_1008.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/archive1/PUB_Purchase_Sale_Matching_Wong_1008.pdf)

\_\_\_\_\_. **Recent Trends in Securities Class Action Litigation: 2015 Full-Year Review: Record number of cases being filed faster than ever with the shortest alleged class periods.** 2016. Disponível em: [http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015\\_Securities\\_Trends\\_Report\\_NERA.pdf](http://www.nera.com/content/dam/nera/publications/2016/2015_Securities_Trends_Report_NERA.pdf). Acesso em: 19.01.2017.

OSNA, Gustavo. **Direitos Individuais Homogêneos: Pressupostos, Fundamentos e Aplicação no Processo Civil.** São Paulo: Ed. RT, 2014.

\_\_\_\_\_. **Coletivização total e coletivização parcial: aportes comparados e o processo civil brasileiro.** In. Revista de Processo Comparado nº 1. São Paulo: Ed. RT, 2015.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas.** São Paulo: Atlas, 2001.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. **Tratado de Direito Privado – Parte Geral – Tomo III – Negócios Jurídicos. Representação. Conteúdo. Forma. Prova.** Atualizado por Marcos Bernardes de Mello e Marcos Ehrhardt Jr., São Paulo, RT, 2012.

POSNER, Richard Allen. **A Economia da Justiça.** Tradução: Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: Martins Fontes, 2010.



\_\_\_\_\_. **Para além do Direito**. Tradução Evandro Ferreira e Silva. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

\_\_\_\_\_. **Problemas de filosofia do direito**. Tradução Jefferson Luiz Camargo. São Paulo: Martins Fontes, 2007.

RAMIREZ, Steven A. ***The Virtues of Private Securities Litigation: An Historic and Macroeconomic Perspective***. Loyola University Chicago Law Review, Vol. 45, p. 670-736, 2014.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (Coord.). **O que é análise econômica do direito: uma introdução**. Belo Horizonte: Fórum, 2011.

RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; GALESKI JR, Irineu. **Teoria Geral dos Contratos: contratos empresariais e análise econômica**. 2ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

ROQUE, André Vasconcelos. **Class Action – Ações Coletivas nos Estados Unidos: o que podemos aprender com eles?** Salvador: Editora JusPodivm, 2013.

SADDI, Jairo. **Conflito de Interesses no Mercado de Capitais**. In CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). Sociedade Anônima. São Paulo: Quartier Latin, pp. 339 a 360, 2007.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 2ª ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

SEC. ***Report on the study and investigation of the work, activities, personnel and functions of protective and reorganization committees***. 1937. Disponível em: <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=mdp.39015036670944;view=1up;seq=505>; Acesso em: 19.01.2017.

SHAFIR, Felix. ***The Impact Of Individual Damages Issues On Class Certification After Comcast Corp. v. Behrend***. Legal Backgrounder, vol. 28, n. 20, 2013.

SHAPIRO, Stephen; BISHOP, Timothy; et. al. **Chapter 3 – Class Certification**. In: *Litigating Securities Class Actions*. Org. EISENBERG, Jonathan. Ed. LexisNexis. 2015. Kindle Book.

SHERMAN, Edward F. ***Class actions and Duplicative Litigation***. Indiana Law Journal: Vol. 62: Issue 3, Article 2, 1987.

SIMS, Rashida. ***Securities Law: The Erosion of Securities Class Actions***. University of Arkansas at Little Rock Law Review, Vol. 34, Issue 4, Article 10, p. 833-857, 2012.

SOUSA SILVA, Plínio Marcos de. **Mercado de Capitais: sistema protetivo dos interesses coletivos dos investidores e consumidores**. Dissertação (Mestrado em Direito pela Universidade de Ribeirão Preto), 2008.

VENTURI, Elton. **Processo Civil Coletivo – A tutela jurisdicional dos direitos difusos, coletivos e individuais homogêneos no Brasil. Perspectivas de um Código Brasileiro de Processos Coletivos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

\_\_\_\_\_. **Disposições gerais**. In: GIDI, Antonio; MAC-GREGOR, Eduardo Ferrer. *Comentários ao Código Modelo de Processos Coletivos – um diálogo ibero-americano*. Salvador: JusPodivm, 2009.

\_\_\_\_\_. **O Problema da “representação processual” das associações civis na tutela jurisdicional dos direitos individuais homogêneos segundo a doutrina de Alcides Alberto Munhoz da Cunha e a atual orientação do Supremo Tribunal Federal**. *Revista de Processo*, vol. 255, p. 277-290, 2016.

VENTURI, Thaís G. P. **A construção da responsabilidade civil preventiva no Direito Civil contemporâneo**. Tese (Doutorado em Direito das Relações Sociais) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Universidade Federal do Paraná, 2012.

VICENTINI, Fernanda; MARQUES FILHO, Vicente de Paula. **Proteção coletiva aos investidores no mercado de capitais e a garantia de acesso à Justiça**. *Scientia Juris*, v. 17, n.1, p. 107-129, Londrina, 2013. Disponível em: <http://www.uel.br/revistas/uel/index.php/iuris/article/viewFile/14783/12931>. Acesso em: 05.02.2017.

VIZCARRONDO JR, Paul. ***Liabilities under the Federal Securities Laws: Sections 11, 12, 15 and 17 of the Securities Act of 1933 and Sections 10, 18 and 20 of the Securities Exchange Act of 1934***. Wachtell, Lipton, Rosen & Katz, 2013. Disponível em: <http://www.wlrk.com/docs/OutlineofSecuritiesLawLiabilities2013.pdf>. Acesso em: 03.02.2017.

ZACLIS, Lionel. **Tutela coletiva de investidores no Mercado de Capitais**. Ed. RT, 2007.

ZAVASCKI, Teori Albino. **Processo Coletivo – Tutela de direitos coletivos e tutela coletiva de direitos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.